الجامعة الإسلامية - غــزة
عمادة الدراسات العليـــا
كليـــــة التـــجـــــارة
قسم إدارة الأعمـــــــال



سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق

" دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "

إعداد
نبيل خليل طه سمور

إشراف
الدكتور/علاء الدين الرفاتي

" قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال "

1428 هـ - 2007 م

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ قَالُوا۟ سُبْحَـٰنَكَ لَا عِلْمَ لَنَآ إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَآ ۖ إِنَّكَ أَنتَ ٱلْعَلِيمُ ٱلْحَكِيمُ ﴿٣٢﴾ ﴾

سورة البقرة



ملخص البحث

شهدت السنوات الأخيرة اهتماماً متزايداً بأسواق الأوراق المالية في الدول النامية والدول المتقدمة على حدٍ سواء، نظراً للدور الهام الذي تؤديه في ميدان الحياة الاقتصادية، فالجزء الأكبر من موارد البلاد تتجه إلى هذه الأسواق باعتبارها الوعاء الذي عن طريقه يتم توجيه هذه الموارد نحو الأنشطة الاقتصادية، وهذا يستلزم التأكد من أن أعمال سوق الأوراق المالية وأنشطتها تلتزم بالمعايير والضوابط الشرعية، فإن لم تكن كذلك، فإنها قد تتحول إلى مسرح للعبث بثروة البلاد ومجالاً للكسب الحرام.

ويهدف البحث إلى الإجابة على العديد من التساؤلات المطروحة حول مدى توافق معاملات وأنشطة سوق الأوراق المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية، وإلى أي مدى يتطابق الواقع العملي التطبيقي مع نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية، تلك النظرية التي وضعها علماء الاقتصاد المسلمين وأقرها الفقهاء في العالم الإسلامي، وهل استطاعت تلك الأسواق المالية أن توفر هذا المناخ الإسلامي للاستثمار، وأن تقوم بتوليد أصول مالية قادرة على جذب المدخرات وتوفير فرص التمويل المربحة في النشاطات الاقتصادية المختلفة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

ولتحقيق هذا الهدف قام الباحث بدراسة حالة البورصة الماليزية المحدودة "سوق رأس المال الإسلامي" كأحد البورصات العالمية التي طبقت أحكام الشريعة الإسلامية على معاملاتها، وحاول الباحث إجراء المقارنة بين التطبيق العملي وبين الجانب النظري لإطار العمل في هذه البورصة من خلال ثلاثة فصول رئيسية استعرض فيها الباحث ماهية سوق الأوراق المالية موضحاً أهم خصائصها، وشروط تكوينها ومقومات نجاحها، وأهم الأدوات المتداولة فيها ،ومفهوم الكفاءة و شروطها في تلك السوق، ثم جاء الفصل الثاني ليعرض الإطار العام لنظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية بتحديد مفهومها، وعملياتها، وأهم أوجه الاختلاف بينها وبين الأسواق التقليدية، وأهم الأدوات المتداولة فيها وحكمها في ميزان الفقه الإسلامي، وأما الفصل الثالث، و الذي يمثل الحالة العملية التطبيقية تناول الدراسة التفصيلية والمتعمقة لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي، ونشأته، وتطوره، ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، وأهم الأدوات المتداولة في تلك السوق ،والتكيف الفقهي للأدوات التقليدية المتداولة فيه، ومدى أهمية تفعيل الأدوات المالية الشرعية في هذه السوق.

وقد خلص البحث إلى عدة نتائج أهمها تلك التي تحقق الغرض الرئيسي من البحث، وهي بوجود فروق جوهرية بين النظرية والتطبيق في إطار عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهو يعزى إلى مجموعة من العوامل والمسببات أهمها: وجود اختلافات فقهية بين العلماء والفقهاء المعاصرين حول الحكم الشرعي لبعض معاملات السوق من حيث الجواز أو الحظر حسب تصورات وافتراضات أو حتى اجتهادات قد تكون خاطئة في أساسها للحكم على مدى مشروعية بعض الأدوات المالية المتداولة في تلك السوق، حيث أنها لا توفر الحد الأدنى المطلوب للحكم عليها بأنها أداة مالية شرعية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، كما توصل الباحث إلى أن تلك السوق لا تستطيع العمل بمعزل عن البيئة الاقتصادية التي تتواجد فيها مما يشير إلى عدم استقلاليتها وخصوصيتها لتمارس أعمالها وفق ما صممت لأجله دون أن تلتزم بالتشريعات والقوانين والسياسات النقدية والمالية الحاضنة لتلك الأسواق، وأن هذه الأسواق لم تكن لتتطور وتحقق النجاح بدون الدور الفعال التي تمارسه الجهات الرقابية الشرعية فيها لضبط معاملاتها وأدواتها وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

وقد أوصت الدراسة بضرورة إعادة النظر والتقييم لبعض الأدوات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية حتى تكون أكثر توافقاً مع أحكام الشريعة، وضرورة التنسيق والتعاون بين حكومات البلدان الإسلامية لإنجاح تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية لتكون النموذج الإسلامي المنافس للأسواق العالمية، وأخيراً يوصي الباحث بمزيد من البحث والدراسة في هذا السياق لغرض التأصيل لتلك التجربة الإسلامية الواعدة.

Research Abstract

Recent years have witnessed an increase of interest in stock markets of both the developing and developed countries due to the important role it plays in the economic life where the greater part of the country resources are heading to these markets as it's considered as the bowel through which these resources are being directed to the economic activities, so it's necessary to be certain that stock markets' works and activities abide by standards and legal restrictions, otherwise it will turn into a place to waste the fortune of the country and will give a space for illegal gains.

The research aims at answering many enquiries around how compatible stock markets activities and dealings with the Islamic law are and to what extent the practical reality matches the Islamic stock markets work theory. The theory that was made by Muslim economists and approved by Muslim scholars in the Islamic world, whether those stock markets could provide this Islamic environment with investments, or generate financial assets that were able to attract savings and get profitable financing opportunities in different economic activities in accordance with Islamic law.

To achieve this goal the researcher studied one of the international bourses that has applied Islamic law rulings to its dealings which is the Malaysian Bourse Ltd. and more specifically the Islamic Capital Market. The researcher tried to compare the practical application to the theory of the framework in this bourse through three main chapters into which he reviewed stock markets indicating the most importance of its characteristics, conditions of its establishments, pillars of success, most important instruments in circulation, concept of competency and its conditions in this market. Then comes chapter two to review the main frame for the working theory of Islamic stock markets by identifying its concept, operations, most important differences between it and the traditional markets, most important instruments in circulation and its related ruling in Islamic jurisprudence. While chapter three represents the application process and takes the detailed deep study for Malaysian Capital market, its growth, development, the role of legal control over its dealings, most important tools in circulation in that market, jurisprudence adaptation for traditional tools in circulation and the importance of activating the legal financial instruments in this market.

The research has drawn many conclusions in that the most importance was achieving the research main goal of finding crucial differences between theory and application in framework of Islamic stock markets and that can be ascribed to a group of factors and reasons of which the most important

points are: jurisprudential differences between scholars and contemporary jurisprudents in terms of legal ruling regarding some of the market dealings in terms of allowance or banning according to ideas, hypotheses or even independent opinions that might be wrong in the bases upon which the ruling towards some circulated financial instruments legitimacy was made, where it doesn't provide the minimum of what it takes to judge as a legal financial instrument according to the ruling of Islamic law. The researcher also concluded that this market can't work in isolation of the economic environment. It indicates that it's dependent and doesn't have the particularity to practice its work to the end it was made for without commitment to laws, regulations and the financial policies embracing these markets and that these markets wouldn't have been developed and succeeded without the active role played by the legal controlling parties to make their dealings and instruments in accordance with the Islamic law.

The study recommended to necessarily review and reevaluate some circulated financial instruments in bourses so that to become more compatible with the Islamic law. It also recommended the necessity of coordination and cooperation among the governments of Islamic countries for the success of Islamic stock market experiment to be the Islamic competitive model to the international stock markets. Finally the researcher recommends more search and study in this context to establish this promising Islamic experiment.

إهداء

إلى من أعطى فلم يكل العطاء وبذل فكان أسمى من السخاء "أبي"

إلى من قاسمتني السهر و العناء فكانت لأسقامي خير دواء "أمي"

إلى رفيقة الدرب و من تشاركني في السراء و الضراء "زوجتي"

إلى من كانوا لي القدوة الحسنة ولدربي النبراس المضيء "أساتذتي"

إلى من هم مهجة فؤادي ولحياتي خير أنس وبراء "أبنائي"

إلى من هم بحق أهل الوفاء ومنبع الإخاء "أخوتي"

إلى من هم أكرم منّا جميعاً "شهداء فلسطين"

إلى من أسروا قلوبنا "أسرى الحرية"

أهدي هذا البحث المتواضع

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله الذي وفقني إلى انجاز هذا العمل المتواضع

أشكر هذا الصرح الشامخ / الجامعة الإسلامية منارة العلم والعلماء

كما أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى حضرة الدكتور الفاضل /

علاء الدين الرفاتي جزاه الله خير الجزاء على إسهامه الكبير في انجاز هذا البحث

كما أتقدم بالشكر لكلٍ من الدكتور / فارس أبو معمر و الدكتور

/على شاهين اللذان شرفاني بمناقشة هذا البحث

وأتقدم بجزيل الشكر لكل من مد إليّ يد العون والمساعدة لإتمام هذا البحث

وشكر خاص لأعضاء منتدى الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي وأخص بالذكر

الباحثة زاهرة بني عامر

قائمة المحتويات

قائمة الجداول التوضيحية

قائمة الأشكال التوضيحية

الفصل التمهيدي
الإطار العام للبحث

مقدمة:

المال عصب الحياة، وضرورة من ضرورياتها، وقد أولاه الإسلام عناية فائقة، فقـرر أنـه زينة الحياة الدنيا، وقدمه على الأولاد اعترافاً بـدوره فـي الحيـاة، وتنويهـاً بأهميتـه، فقـال تعالى{المال و البنون زينة الحياة الدنيا} (**الكهف:46/18**)، وقد حث الإسلام على حفـظ المـال وتنميته واستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة، ومن أجل ذلك فقد عنى الإسـلام بوضع العديد من الضوابط والأسس الشرعية وترسية القواعد و الأحكام والإكثار من التوجيهات والإرشادات التي تكفل حسن إدارة المال كسباً، وتمليكاً، وإنتاجاً، وتنميةً، واستهلاكاً ولـم يكتـف بذلك، وإنما جعل السعي لكسبه والعمل على تنميته واجب لاستقرار الحياة وهناء العيش. حيـث يقول الله تعالى: {فامشوا في مناكبها وكلوا من رزقه وإليه النشور} (**الملك: 15/67**) ويقـول: {فإذا قضيت الصلاة فانتشروا في الأرض وابتغوا من فضل الله } (**الجمعة: 10/62**).

ولقد شرع الله سبحانه وتعالى لتداول المال نظاماً محكماً يعرف لدى الفقهاء بنظام المعاملات، فقد نزل التشريع الإسلامي والناس يتعاملون على أساس المنفعة، ولو كان ذلك يلحق الضرر بالآخرين، فأخذ ينظم معاملاتهم، فحرم منها ما حرم، وأحل منها ما أحل، وعدل منها ما عدل، فأحل البيع وحرم الربا، ووضع للبيع والشراء قواعد عامة وشروطاً وضوابط، وأخلاقيات للعقود والتعامل التجاري، ليعود النفع على البائع والمشتري معاً (**البرواري،2002**).

و لم يكن التشريع الإسلامي يوماً منعزلاً عن الحياة رغم كل مظاهر التجديد و التحديث، وظل قادراً على مواجهة تحديات العصر وتفجير كافة الطاقات المؤثرة في الحياة، وظل الإسلام دوماً وأبداً وسيظل دستوراً للحياة ولن يكون حبيساً في الزوايا أو يبقى مجرد نصوص في بطون الكتب ليس لها صدى في حياتنا بل نريد أن نراه واقعاً عملياً في متاجرنا وأسواقنا ميزاناً وافياً وقولاً صادقاً وسلعاً غير مغشوشة وتجارة لن تبور فذلك هو الدين القيم (**رضوان،1996**) الذي لا يضيق بالجديد في المعاملات ولا يتنكر له ما دام هذا الجديد يلبي حاجة للأمة و يحقق مقصداً مشروعاً من مقاصدها، ولذلك فأن كل مستحدث من المعاملات يفسح له الإسلام مكاناً في مجتمعه ويرعاه بين مبادئه وأحكامه إلا أن يكون هذا المستحدث قد جاء على غير سنة الحياة نتيجة لهوى طائش فأن الإسلام حينئذ يرده ولا يرضى به. (**فياض،1998**).

ولعل أسواق المال من أهم المجالات المستحدثة في التعامل والتي تشمل جميع القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف قطاعات وأفراد المجتمع، وتعرف الأسواق المالية بأنها الأماكن التي يتم فيها تداول الأصول المالية، أي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي لديها فائض مالي وليس لديها

فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، ولكن لا تتوافر لديها الأموال الكافية لاستثمار وتوظيف هذه الفرص (**العربيد، 2002**).

لقد شهدت السنوات الأخيرة اهتماماً متزايداً من قبل المستثمرين والمحللين الماليين بالأسواق المالية في الدول النامية، فقد ثبت بالتجارب العلمية أن تلك الأسواق تمثل فرصاً استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول. وتساهم كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها مساهمة ايجابية في النمو الاقتصادي الشامل للبلاد، فبدون تلك الأسواق لا تستطيع المجتمعات الحصول على الموارد المالية لتمويل وتطوير الأنشطة الاستثمارية. وبالذات الأنشطة ذات الحجم الكبير، وتحاول كثير من الدول النامية تطوير أسواقها المحلية لتشكيل عنصر جذب للأموال من الخارج. ويأتي التركيز في هذه المحاولات على خلق إطار قانوني ومؤسسي ومالي يساهم في زيادة حجم وفعالية المدخرات المحلية وزيادة الاستثمارات الأجنبية في آن واحد(**غرابيه وخوري، 1994**).

لقد سعى البعض إلى اتهام الإسلام بالسلبية وعدم مواكبة الحضارة، وتخلفه عن ركب التطور الذي حصل في جميع مجالات الحياة، وخصوصاً في الجانب الاقتصادي، معتبرين الفقه الإسلامي فقهاً نظرياً، ضعيف الصلة بالواقع ومستجداته المعاصرة، فنشأت المعاملات الحديثة بعيدة عن التكييف الفقهي، وظهرت أسواق غير منضبطة بالشرع. ومن تلك الأسواق سوق الأوراق المالية التي تؤدي في ميدان الحياة الاقتصادية دوراً خطيراً ،إذ يعقد فيها أكبر الصفقات التجارية التي تمثل الجزء الأكبر من ثروات البلاد. فالجزء الأكبر من موارد البلاد تتجه إلى البورصة باعتبارها الوعاء والسوق التي عن طريقها يتم تصريف هذه الموارد، فإذا لم تكن أعمال البورصة خاضعة لنظم وضوابط شرعية فإنها قد تتحول إلى مسرح للعبث بثروة البلاد ومجالاً للكسب الحرام(**البرواري، 2002**).

و تعد سوق الأوراق المالية من أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال بل من أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاديات الدول، وبقدر قوة واستقرار وثبات ونشاط هذه السوق يكون استقرار وثبات ونشاط اقتصاديات الدول ،فهي المرأة التي تعكس صورة النشاط الاقتصادي للبلاد(**فياض، 1998**)

وانطلاقاً مما تقدم، تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية

محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يــؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.**(حطاب، 2005)**.

إن ظهور سوق أوراق مالية إسلامية يضفي تغيرات نوعية ملحوظــة، إذ تفــتح أبوابــاً وأبعاداً تزيد من فاعلية الأسواق المالية العالمية في استقطاب المزيد من الأرصــدة والمــدخرات المالية للملايين من الأفراد والمؤسسات مع ما تضفيه خصائص منتجاتهم المالية والنقديــة مــن تأثير إيجابي على استقرار الأسواق المالية العالمية وزيادة شموليتها وفاعلية أدوارها فــي تنميــة الاقتصاديات العالمية ورفاهية المجتمعات الإنسانية.

يحاول هذا البحث الخوض في طبيعة العمل في سوق الأوراق المالية الإسلامية والوظائف التي تقوم بها، والعمليات التي تجري فيها، ونقدها وتحليلها من خلال الإجابة عن بعض التساؤلات أهمها:
هل تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية حاجة ملحة للأمة الإسلامية؟ وهل سوق الأوراق المالية الإسلامية من شأنها أن تتمكن من توليد أصول مالية قادرة على جذب المدخرات وعلى توفير فرص التمويل المربحة في النشاطات الاقتصادية المختلفة وفق أحكام الشريعة الإسلامية؟ وهل هناك معوقات تحول دون نجاحها؟ وما هي التحديات التي تواجهها؟ وما هي فرص نجاح مثل تلك السوق المالية؟ وهل إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية يساهم في تنمية اقتصاديات العالم الإسلامي؟ وما مدى تأثير تطبيق أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية على فعالية أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية؟

مشكلة البحث:

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات الأخيرة تطورات ملحوظة طبقاً لبيانات صندوق النقد العربي في نهاية عام 2006، حيث بلغ حجم التداول لإجمالي الأوراق المتداولة في أسواق خمسة عشر دولة عربية ما قدره 888.1 مليون دولار تتصدر المملكة العربية السعودية القائمة ب326.8 مليون دولار، تليها الكويت 105.9 مليون دولار، ثم مصر 93.4 مليون دولار وذلك من حيث القيم السوقية للأوراق المتداولة. كما وصل عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق حوالي 1623 شركة تأتي مصر في مقدمة تلك الأسواق حيث يبلغ عدد الشركات المدرجة لديها 603 شركة يليها الأردن 137 شركة ثم عمان 109 شركة.

هذا الحجم من الأموال المتداولة والعدد الكبير من الشركات التي تتداول أسهمها في تلك الأسواق تعطى مؤشراً واضحاً على مدى أهمية سوق الأوراق المالية كأحد أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال بل من أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاديات الدول، كذلك حداثة الصناعة المالية الإسلامية وما أفرزته من مؤسسات مالية تعمل في تداول منتجات تلك الصناعة دفع بعض الدول الإسلامية إلى إنشاء سوق مالية إسلامية لتجنيب المستثمرين الحريصين على دينهم شبهات هم في غنى عنها، بل مضت لضبط تلك الأسواق في إطار المعاملات الإسلامية استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في تلك الأسواق المالية ليتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها فيمكن أصحاب الأموال السائلة من الاستثمار في تلك الأسواق دون الوقوع في الربا (أخذاً أو عطاءً).

وبمعنى آخر.

هل يوجد فرق بين نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية وبين ما هو معمول به على أرض الواقع في سوق الأوراق المالية الإسلامية؟

فرضيات البحث:

- **الفرضية الأولى:**

يوجد اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية يعزى إلى عدم الالتزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل تلك الأسواق.

- **الفرضية الثانية:**

يوجد اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية يعزى إلى الاختلافات الفقهية بين المذاهب المختلفة في تقييم مدى شرعية معاملات سوق الأوراق المالية الإسلامية "البورصة" بين الإباحة والحظر لتلك المعاملات.

- **الفرضية الثالثة:**

يوجد اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية يعزى إلى فرض سياسات مالية ونقدية عليها والعمل وفق القوانين الوضعية المتبعة في تلك البلدان الحاضنة لتلك الأسواق والتي تحد من إمكانية العمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

- **الفرضية الرابعة:**

يوجد اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية يعزى إلى التحديات والتطلعات المستقبلية والتي تفرض متطلبات للاستمرار والبقاء.

- **الفرضية الخامسة:**

يوجد اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية يعزى إلى أن بناء نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية في الأساس قائم على فروض وتصورات خاطئة لا تتوافق ولا تنسجم مع أرض الواقع .

- **الفرضية السادسة:**

يوجد اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية يعزى إلى العراقيل والعقبات التي تحول دون تطبيق النظرية.

متغيرات البحث:

- **المتغيرات المستقلة:**

1. عدم الالتزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية.

2. الاختلافات الفقهية بين المذاهب في تقييم مدى شرعية المعاملات التي تجري في البورصة بين الإباحة والحظر.

3. السياسات المالية والنقدية المفروضة والعمل وفق القوانين الوضعية المتبعة في البلدان الحاضنة لتلك الأسواق.

4. التحديات والتطلعات المستقبلية والتي تفرض متطلبات للاستمرار والبقاء.

5. الفروض والتصورات الخاطئة التي بنيت عليها نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية.

6. العراقيل والعقبات التي تحول دون تنفيذ نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية.

- **المتغير التابع:**

1. عدم التطبيق الفعلي لنظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية.

أهداف البحث:

1. بيان ضوابط وشروط إقامة سوق أوراق مالية إسلامية وذلك من خلال التقويم الشرعي والاقتصادي لنموذج سوق الأوراق المالية العصرية، لتنمية المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام الشرع، ولتكون هي الغالبة من بين مجموع المعاملات، إلى أن تأخذ جميع المعاملات الصيغة الإسلامية بإذن الله.
2. التعريف بالمعايير والضوابط الشرعية التي تشكل إطار عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية وبيان الصيغ الشرعية التي تكتمل بها سوق الأوراق المالية الإسلامية في مسائل الأسهم والسندات والصكوك والعقود الخاصة، ثم تحليلها ونقدها من منظور إسلامي.
3. الوقوف على تقييم أداء تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال الواقع العملي لسوق الأوراق المالية الإسلامية مع إبراز أوجه الاختلاف فيما بينها وبين سوق الأوراق المالية التقليدية.
4. إلقاء الضوء على الأدوات المالية الاستثمارية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية وعرض أنواع المعاملات التي تجري فيها.
5. توضيح انعكاسات مؤشرات الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية على اقتصاديات البلدان التي تعمل فيها.
6. الخروج بنتائج وتوصيات تتعلق بمعايير نجاح سوق الأوراق المالية الإسلامية وتعميم التجربة الإسلامية على أسواق الأوراق المالية التقليدية الأخرى.

منهجية البحث:

1. المنهج والإستراتيجية:

تتعدد المناهج المستخدمة في الأبحاث المعرفية وتظهر لكل دراسة طبيعة تستلزم استخدام منهج محدد، لكن المنهج الذي يتبعه الباحث في دراسته لهذا الموضوع هو المنهج الوصفي التحليلي النقدي، وهو أسلوب بحثي يهدف إلى وصف دقيق للظاهرة محل الدراسة وجمع البيانات والمعلومات الدقيقة عنها من مصادرها الأولية. وسيتم ذلك من خلال وصف سوق الأوراق المالية الإسلامية، وما يجري فيها من معاملات وعمليات، وما تقوم به من وظائف، ثم تحليل تلك الوظائف والعمليات والمعاملات في ضوء المنظور الإسلامي، ونقدها، وبيان ما يوافق الشرع منها، وما يخالف الشرع. ومقارنة هذه المعاملات والعمليات مع النظرية الإسلامية في عمل أسواق الأوراق المالية لمعرفة مدى تطابق الواقع مع النظرية.كما أن البحث بطبيعته يندرج تحت سقف المنهج الإستنتاجي الذي ينطلق من فرضية خاصة يبنى عليها تصميم البحث ويتم جمع البيانات حول الفرضية إلى أن يتم إثباتها وبالتالي نتائج البحث تكون معتمدة على إثبات صحة الفرضية ومن ثم تعميم النتائج، أما عن الإستراتيجية المستخدمة في البحث فهي إستراتيجية دراسة الحالة حيث تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية حالة دراسية وحيدة سيتم جمع البيانات التفصيلية عن الحالة بشكل دقيق ومفصل.

وفي سبيل التوصل إلى ذلك، تهتم هذه الدراسة بالرجوع إلى مصادر البيانات التالية:

- **مصادر أولية:**

إجراء المقابلات عبر الانترنت والاتصال من خلال البريد الالكتروني بأشخاص الاتصال في أسواق الأوراق المالية الإسلامية القائمة والتي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية والتي تم اختيارها لتكون عينة الدراسة ونموذج حالة دراسية للمقارنة بين النظرية والتطبيق الفعلي، بالإضافة إلى الحصول على جميع البيانات والمعلومات اللازمة عن تلك الأسواق ذات العلاقة بموضوع البحث من خلال زيارة مواقعها الالكترونية على شبكة الانترنت.

- **مصادر ثانوية:**

الإطلاع على الأدبيات السابقة من المراجع الأصلية في الفقه الإسلامي، للتأصيل الشرعي للعمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وكذلك المراجع المعاصرة التي تتعلق بالاقتصاد الإسلامي، وخاصة المتعلقة منها بسوق الأوراق المالية، لتحليل آراء العلماء المعاصرين حول المسائل الاقتصادية المستجدة في هذه القضية، وذلك للجمع في هذه الدراسة بين الأصالة والمعاصرة لتقديم نظرة إسلامية واعية ومنفتحة حول ما يجري في سوق الأوراق

المالية الإسلامية من معاملات، كما تم الاطلاع على دراسات سابقة والتي تناولت دراسة الأسواق المالية والبورصات.

2. مجتمع الدراسة:

يقوم الباحث بدراسة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا حيث أنها الحالة الأولى و الرائدة في مجال أسواق الأوراق المالية الإسلامية و القائمة فعلياً على أرض الواقع والتي تعمل وفق أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية الغراء.

إطار البحث:

تركز الدراسة على مناقشة نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل عام، ثم ينحصر تطبيقها في البورصة الماليزية المحدودة "Bursa Malaysia Securities Berhad"، وبالتحديد على سوق رأس المال الإسلامي في هذه البورصة وبيان التكييف الفقهي لها في ضوء أحكام الشريعة الإسلامية.

أهمية البحث:

يمكن إبراز أهمية هذا البحث من خلال ما يلي:

- سوق الأوراق المالية الإسلامية وما تقوم به في الحياة الاقتصادية من حماية للأموال والثروات الإسلامية، واستثمارها وتنميتها والمحافظة على استقرار النظام المالي والاقتصادي للأمة الإسلامية، مما يساهم في تطوير أسواق مالية جديدة منضبطة بالشرع.
- إن المعاملات التي تمارس في أسواق الأوراق المالية لا يحيط بأصولها و أساليبها وكيفية تنفيذها إلا القلة القليلة التي مارست التعامل مع المؤسسات الدولية وأسواق المال العالمية.
- أعلى درجات القناعة باستحالة غياب هذه السوق عن واقعنا الاقتصادي المعاصر في ظل قيام و انتشار الشركات المساهمة و التي أضحت ابرز معالم هذا العصر و لكن بعد تطهيرها من شوائبها و أدرانها.
- كان لابد من الخوض في تفاصيل ودقائق هذه السوق الإسلامية من أجل تأصيل التجربة الإسلامية في إطار عمل الأسواق المالية العالمية.
- المساهمة في رفع الاتهام عن الإسلام بأنه متخلفاً عن ركب الحضارة ومنعزلاً عن الحياة الواقعية وأنه غير قادر على مواجهة تحديات العصر.
- إثبات أن الإسلام قادر على إقامة أسواقه الخاصة به وفق رؤيته الشرعية حتى يمكن المستثمر المسلم الحريص على دينه من استثمار أمواله دون الوقوع في الشبهات والمحرمات.

دوافع اختيار البحث:

- يعتبر موضوع هذا البحث دراسة تحليلية تتعلق بمجال تخصص الباحث.
- حداثة سوق الأوراق المالية الإسلامية مما جعل الموضوع حيوياً ومثيراً للاهتمام.
- قلة الدراسات والأبحاث التي تناولت هذا الموضوع بالتأصيل.
- لعل موضوع هذا البحث يكون دراسة مبدئية تعود بالمنفعة علي المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي، حيث يعتبر النهوض بالاقتصاد الإسلامي وكيفيه تنميته والوصول به إلى نقطة البناء المتكامل من أهم قضايا الأمة الإسلامية المطروحة على سلم الأولويات الاقتصادية ولعل هذه الدراسة تكون لبنة في هذا البناء العظيم.

الدراسات السابقة:

سوق الأوراق المالية الإسلامية حديثة العهد والتكوين، وكثيراً من المعاملات والعمليات التي تجري فيها تعتبر من الأمور المستحدثة، والتي تحتاج إلى تكييف فقهي معاصر، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى وجد الباحث أن كثيراً من الكتب والبحوث العلمية المتوفرة قد تحدثت عن الأسواق المالية التقليدية وأدواتها المتداولة سواء كانت من الإطار النظري أو التطبيقي من جهة، أو من المنظور الوضعي والاقتصادي أو المنظور الإسلامي من جهة أخرى. وأغلب المصادر المعاصرة حول هذا الموضوع التي استطاع الباحث الحصول عليها لم تتناوله بالتحليل المتعمق والشامل وأن المراجع الإسلامية المعاصرة حول هذا الموضوع نادرة، وكل ما تم معاينته إنما هو مقالات في مجلات إسلامية أو أوراق عمل لندوات أو مؤتمرات تتمحور حول مواضيع المنتجات والمؤسسات المالية الإسلامية أو فقرات في كتب تناولت جزئيات متناثرة منه.

وقد تناولت موضوع الدراسة بعض الدراسات والرسائل العلمية والمقالات التي يمكن اعتبارها في نفس السياق، **ومنها:**

1. دراسة النشار، 2006 بعنوان: " التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي "

دراسة مكونة من فصل تمهيدي وخمس فصول استعرضت الدراسة خلالها الأحكام المتعلقة بالأسواق المالية وتطرقت الدراسة إلى تعريف مفهوم الأسواق ووظائفها وتطورها ثم الأحكام العامة في التعامل بأسهم الشركات المساهمة وكيفية التعامل بها في سوق الأوراق المالية، وأخيراً اختتمت الدراسة بأحكام زكاة الأسهم، ولم تتطرق الدراسة إلى التطبيق العملي و الحالة الواقعية للأسواق المالية.

2. دراسة جعفر، 2006 بعنوان: " سوق المشتقات الماليزية تقدير اقتصادي و شرعي "

ركزت الدراسة على مناقشة نظرية سوق المشتقات بشكل عام، وتنحصر المناقشة على عقود المستقبليات وعقود الخيارات بالإشارة على وجه الخصوص إلى تجربة بورصة المشتقات الماليزية، وبيان التكييف الفقهي لمعاملاتها ودورها في تطوير الأسواق المالية، وتطرقت إلى بيان مفهوم سوق المشتقات الماليزية وتاريخ نشأتها وأهميتها في الحياة الاقتصادية، وركزت على دراسة وتحليل الواقع الفعلي للعمليات في بورصة المشتقات الماليزية وبيان الأحكام الشرعية في عقود المستقبليات وعقود الخيارات والتكييف الفقهي لها ومدى توافقها مع الشريعة ، ولكن هذه الدراسة هي الدراسة التطبيقية التقليدية لأدوات المشتقات في سوق المشتقات الماليزية. ولم يكن التركيز فيها على دور الرقابة الشرعية في هذا السوق على العقود المتداولة أو العمليات الجارية في السوق، كما لم تطرق لجميع الأدوات المالية المتداولة في البورصة الماليزية، وانحصرت الدراسة على سوق المشتقات.

3. دراسة جعفر، 2006 بعنوان: " سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا و دور الرقابة الشرعية في معاملاته "

تعرضت هذه الدراسة لإمكانيات سوق رأس المال الإسلامي في الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا وتطوير الأدوات المالية الإسلامية، كما تحدثت الدراسة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية لاسيما اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وركزت الدراسة على الأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، ومدى توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وناقشت الدراسة تأسيس وحدة سوق رأس المال الإسلامي في هيئة الأوراق المالية الماليزية، ودورها في تنفيذ الدراسة المنظمة نحو الأدوات المالية الإسلامية، ودورها في تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وتطرقت الدراسة إلى بيان الدور الرقابي الشرعي في معاملات وأنشطة السوق، كما حاولت إبراز محاور الاختلاف بين سوق رأس المال الإسلامي والسوق التقليدي في ماليزيا، وبالرغم من أن هذه الدراسة بينت دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي إلا أنها لم تتطرق إلى دورها بشكل تفصيلي تجاه الأدوات المالية الإسلامية، ولم تفصل مدى شرعية وتوافق الأدوات المالية الإسلامية أو التقليدية المتداولة في السوق مع إحكام الشريعة الإسلامية الغراء، وعلى الرغم من أن هذه الدراسة تعد دراسة تطبيقية إلا أنها لم تبرز محاور الاختلاف بين ما تبنته النظرية الإسلامية لأسواق الأوراق المالية وبين الواقع التجريبي لتلك النظرية.

4. دراسة الزهار وعبده ، 2005 بعنوان : " نحو أسواق مالية إسلامية "

هدفت الدراسة إلى وضع تصور لرسم المعالم الأساسية لسوق أوراق مالية إسلامي معاصر بأدواته الإسلامية وضوابطه الشرعية، ونقطة الانطلاق في هذه الدراسة من عرض لواقع أسواق الأوراق المالية الإسلامية ومدى مواءمة هذا الواقع مع الشريعة الإسلامية، وتناولت الدراسة هيكل السوق المالية الإسلامية وعملها وفرضية الكفاءة من منظور إسلامي، وعرض المبادئ التنظيمية والتشريعية والتي من شأنها أن تعزز مفهوم الكفاءة لعمل تلك الأسواق من خلال المصالح المرسلة، كما تم استعراض آراء الفقهاء في إصدار الأوراق المالية وتداولها في الأسواق المالية من الناحية الشرعية، ثم ناقشت الدراسة عدداً من القضايا منها ما يتعلق بالمضاربة في الأسواق المالية والتي تؤكد فيها الحاجة لقدر معقول من المضاربات، مقدماً بعض الاقتراحات لتنظيمها، ولكن الدراسة اهتمت بالجانب النظري فقط ولم تركز على الجانب العملي للخروج بتطبيق عملي واقعي لتصور سوق أوراق مالية إسلامية.

5. دراسة إقبال، 2005 بعنوان: " سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية "

أطروحة دكتوراه تناولت دراسة مستفيضة حول الأسواق المالية بأنواعها المختلفة وبهياكلها التنظيمية المتنوعة موضحاً ماهية وأهمية سوق الأوراق المالية ونظرة الشريعة الإسلامية إلى تلك الأسواق المالية والعمليات التي تجري فيها وقد استعرضت الدراسة الجهود الرامية إلى تطوير الأسواق المالية الإسلامية، وأن هناك إشارات إلى البديل الإسلامي لبورصة الأوراق المالية، حيث تناولت الدراسة هيكل سوق المال في الإسلام، وتطرقت إلى ركائز السوق، والمؤسسات والأدوات والسياسات، بصورة مفصلة. وفي أثناء الدراسة تطرقت إلى موضوع الأسهم والسندات وحكم التعامل فيها، واعتبرهما من المعاملات الطويلة الأجل في السوق، وأهم ما يميز الدراسة عن مثيلاتها هي حداثتها واستعراضها المقارنة بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية ووجهة نظر كلاً منهما حول بورصة الأوراق المالية من ناحية نظرية بحتة دون التطبيق العملي التجريبي.

6. دراسة حطاب ، 2005 بعنوان " نحو سوق مالية إسلامية "

هدفت الدراسة إلى بحث إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية للخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة على مستوى المجتمع الإسلامي المحلي والدولي، وللوصول إلى هذا الهدف تبدأ الدراسة بتوضيح الأدب الاقتصادي والمالي المتعلق بالموضوع، ومن ثم تعرض الدراسة آليات العمل بالخيارات والمستقبليات والعقود المؤجلة في السوق المالية في الاقتصاديات المعاصرة، بغية

تقييمها وتطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية. وقد توصلت الدراسة إلى أنه من الممكن قيام سوق مالية إسلامية للعقود الآجلة في ظل العمل بضوابط شرعية خاصة، كما أن وجود هذه السوق، سوف يزيد في كفاءة استخدام الموارد وعدالة توزيعها، لكن الدراسة تحاول أن تضع تصور ورؤية لما ينبغي أن تكون عليه السوق المالية الإسلامية في إطارها النظري، ولا تخوض في التطبيق العملي الواقعي لتلك السوق.

7. دراسة البرواري،2002 بعنوان:" بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "

هدفت الدراسة إلى التعرف على طبيعة العمل في بورصة الأوراق المالية من خلال بيان معناها ووظائفها ودورها الاقتصادي، وتحليلها من ناحية هيكلها الإداري وسير العمل فيها، والأوراق المالية المتداولة فيها (الأسهم والسندات)، والعمليات التي تجري فيها، وذلك بدراستها وتحليلها ونقدها من منظور إسلامي، لتنمية المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام شرع الله وبيان ما يمكن تعديله ليوافق شرع الله، وما لا يمكن تعديله لإلغائه. وبذلك سيتضح معالم بورصة أوراق مالية إسلامية تعمل في خدمة التمويل والاستثمار، وخرجت الدراسة بجملة نتائج، منها أن البورصة أداة فعالة للتنمية من خلال الوظائف التي تقوم بها في مجال الاقتصاد الكلي والجزئي. وهي بهيكلها الإداري من لجان وعاملين، وبلوائحها وقواعدها، ونظمها تدخل في دائرة الإباحة الشرعية، فلا يوجد مانع من الأخذ بها. وإن إصدار الأسهم وتداولها بالبيع والشراء جائز شرعاً إذا لم تكن الجهة المصدرة لها مما يحرم التعامل معها كشركات إنتاج الخمور والبنوك الربوية. ولكن هذه الدراسة ليست الدراسة التطبيقية للأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية.

8. دراسة الإسلامبولي،1999 بعنوان: " الجوانب الشرعية والاقتصادية للأوراق المالية المتداولة في أسواق المال، مع التطبيق على مصر "

وهي رسالة ماجستير مكونة من خمس فصول رئيسة تجمع بين الإطار النظري لعمل سوق الأوراق المالية والدراسة التحليلية لسوق رأس المال في مصر، وقد تناولت الدراسة التعريف بمفهوم الأوراق المالية والأنواع المختلفة منها والمتداولة في الأسواق المالية وقد تطرقت الدراسة إلى تحديد الأنواع المختلفة من الأسواق ذات الصلة بالأوراق المالية من خلال عرض لتعريفها ونشأتها والتنظيم الداخلي لها وهياكلها الإدارية وآليات العمل في تلك الأسواق وما هو الدور الاقتصادي التي تقدمه تلك الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية، كما أشارت الدراسة إلى الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية وما هي الضوابط والمعايير الشرعية التي تحكم الأنواع المختلفة من الأدوات الاستثمارية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية والأحكام الشرعية المنظمة للأنواع المختلفة من الأوراق المالية المتداولة، أخيراً نتيجة الدراسة

الميدانية التحليلية للأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال في مصر، توصلت الدراسة إلى أهم النتائج التالية:

1- يجوز الاشتراك في شركة المساهمة ذات الأعمال المباحة و لا تجوز المساهمة في الشركات التي أنشئت لقصد مزاولة الأعمال المحرمة أو الشركات التي تتعامل بالحرام أحياناً كالتي في بعض عقودها معاملات ربوية أو عقود فاسدة ولا تجوز المساهمة فيها وإن كانت أعمالها في الأصل مباحة.

2- جميع أنواع الأسهم الممتازة غير جائزة و كذلك أسهم التمتع التي تنتج عن الاستهلاك.

3- العمليات العاجلة الفورية تجوز من حيث الأصل ولا محذور في تداول الأسهم فيها.

4- عقود الخيارات أو الامتيازات كلها تحتوي على محاذير شرعية تجعلها محرمة.

5- لا يوجد محذور شرعي في قيام جهة مالية معينة بتسويق الأسهم الجديدة وتقديم التسهيلات التجارية مقابل أجر معين تتقاضاه من الشركة.

6- يجوز تقسيط سداد قيمة السهم إذا كان الاشتراك بالقدر المدفوع فقط من قيمة السهم.

7- المضاربة في الأسهم صحيحة باعتبارها عروض تجارة بذاتها بغض النظر عما تمثله من موجودات الشركة.

8- لا يجوز التعامل بالسندات تأسيساً ولا بيعاً ولا شراءً ولا ترهن ولا تصح الحوالة بها ولا المضاربة بها لأنها من عقود الربا المحرمة.

9. دراسة رضوان، 1996 بعنوان: "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية "

تناولت الدراسة دور الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، موضحة مفهوم السوق والبورصة وأنواعها، ومعايير الكفاءة فيها، والقوانين التي تحكمها، وأشارت الدراسة إلى أنواع البيوع التي تجري في البورصة وموقف الفقه الإسلامي فيه، بيد أنها لم تتوسع في ذلك بل طرحته في فصل واحد فقط. ولكنها قد توسعت في تحليلها للسوق في الاقتصاد الرأسمالي، وربطت ذلك بالتنمية الاقتصادية، ولم تتطرق إلى تحديد شروط لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية، لذلك ما قدمته الدراسة هو تفصيل ما يجري في البورصة من عمليات ومعاملات، وتحليلها من منظور إسلامي، وتحديد إطار لسوق أوراق مالية إسلامية، وهو ما اقترحته الدراسة في جملة التوصيات والمقترحات. ولكن هذه الدراسة تبقى في إطار الدراسة النظرية التقليدية لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية،و لا تبرز وجه الاختلاف بين النظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق التجريبي لتلك النظرية.

10. دراسة أحمد، 1996 بعنوان: " تجربة الأوراق المالية الإسلامية وأوضاعها في الأسواق المالية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق إسلامية ثانوية "

تناولت الدراسة التمحيص في نشاط الأوراق المالية الموجودة وفرص تنمية هذا النشاط داخل الأطر التنظيمية القائمة والمحددات الاقتصادية الراهنة في البلدان الإسلامية ومدى الحاجة لسوق ثانوية إسلامية للأوراق المالية وشروط قيامها في الواقع العملي، واستعرضت أنواع الأوراق المالية الإسلامية المتداولة وخصائصها والناحية الشرعية الإسلامية لها ما بين التأييد والاعتراض والأدلة لكل رأي والترجيح بينها، مبرزة التقويم الاقتصادي لهذه الأوراق من منظور الإسلام. كذلك تطرقت الدراسة إلى ظروف الأسواق المالية في البلدان الإسلامية وأوضاعها كما في مصر والأردن والسودان والكويت، وأخيراً تحلل الظروف التي تستدعي قيام سوق إسلامية ثانوية للأوراق المالية والشروط الأساسية اللازمة لها والأهداف والوظائف المنوطة بها، و أخيراً أهم النتائج التي توصلت إليها ذات الصلة بالموضوع، ولكن هذه الدراسة هي الدراسة النظرية التقليدية لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية.

11. دراسة القرى عبيد، 1994 بعنوان: " نحو سوق إسلامية "

تناولت الدراسة السوق المالية من منظور الإسلام، فتؤكد على حاجة الاقتصاد الإسلامي إلى الأسواق المالية نظراً لأهميتها، مبرزة أسباب هذه الأهمية وموضحة وظيفة سوق البورصة في الاقتصاد الحديث باعتبارها أهم مؤسسات الوساطة المالية. ثم تستعرض الدراسة العناصر الأساسية التي لا يقوم السوق إلا بها ومن ثم السعي نحو بناء صيغ إسلامية بديلة لها، فتوضح معنى المجازفة في أسواق البورصة، وتلائم المخاطرة مع العائد إلى جانب علاقة هذه الأسواق بالجهاز المصرفي. وأخيراً ترصد الدراسة هذه العناصر تحت عدة عناوين هي: الهيكل العام، وإبعاد السوق عن المقامرة، تشكيلة الأوراق والأدوات المالية في السوق، الخيارات كأسلوب لتحقيق تفضيلات المستثمر في المخاطرة والعائد، والأهمية الاقتصادية للخيارات في أسواق المال إلى جانب بعض الاعتراضات الشرعية المحتملة على نموذج الخيار المعمول به في الأسواق المالية المعاصرة، وصيغ إسلامية للخيارات كخيار الطلب وخيار الدفع، والإجراءات الضرورية لتفادي عنصر المقامرة، ونمطية العقود، واستقرار السوق واستمرارها مع الاستشهاد بالقرآن والسنة، ولكن الدراسة هي الدراسة النظرية التقليدية لتجربة السوق المالية الإسلامية، ولا تتعدى تصور للإطار النظري لمثل هذا السوق دون التطبيق الواقعي.

12. دراسة القرة داغي ، 1990 بعنوان : " التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية "

هدفت الدراسة إلى استعراض التطبيقات الشرعية لإقامة سوق المال الإسلامية، حيث تناولت الدراسة العناصر الأساسية المكونة لسوق الأوراق المالية بعد ترتيب النواحي الإدارية و الفنية فيها، وعرضت آليات السوق وأهم أدواتها من الأسهم والسندات وبدائلهما الإسلامية من خلال ما يحل من الأسهم وما يمكن أن يكون بديلاً على السندات مثل صكوك المضاربة وصكوك المشاركة ونحوهما من العقود التي يمكن أن تصاغ منها الصكوك، ووجهة النظر الشريعة في هذه العقود، كما تطرقت الدراسة إلى كيفية الاستفادة العملية من العقود حيث سوق المال "البورصة" لا تقتصر الآن على التعامل بالأسهم و السندات و إنما تتعامل أيضاً عن طريق مجموعة من العقود النمطية، كما عرضت الدراسة البدائل الشرعية عن السندات ألا وهي الصكوك و استعرضت الأنواع المختلفة منها و خصائص كل نوع، وأهم ما يميزها عن السندات التقليدية، ورأي الفقهاء المسلمين في أدوات وعمليات البورصة بالاستناد إلى قرارات مجمع الفقه الإسلامي، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- في نطاق الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، أكد الباحث على أن الأصل فيها الإباحة ألا أذا كانت طبيعة الأسهم مخالفة للشرع أو أن محلها و نشاطها محرم
- في نطاق السندات حيث أنه بما أنها تقوم في أساسها على القرض بفائدة فإنها محرمة
- لا مانع شرعاً من وجود ضمانات للصكوك لكنها ليست من المضارب أو الشريك أو نحوهما وإنما من جهة ثالثة كالدولة أو مؤسسة النقد.

التعليق على الدراسات السابقة:

يلاحظ من عرض الدراسات والأبحاث السابقة، وكذلك أغلب المراجع والمصادر التي استطاع الباحث الحصول عليها حول هذا الموضوع، أن معظمها متقارب في الإطار النظري والفكرة العامة، وأن هذه الدراسات هي دراسات سوق الأوراق المالية الإسلامية من ناحية نظرية حيث تعرض التصور أو الرؤية المستقبلية التي ينبغي أن تكون عليها تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية، ولم تناقش طبيعة الاختلاف بين نظرية العمل في سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي لتلك النظرية حيث أنه أحداً لم يضع تصوراً متكاملاً لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية بخصوصيتها وشموليتها، ويرصد معالمها وواقعها بدقة وتفصيل، على الرغم من أن كثير من الدراسات قد تحدثت عن سوق الأوراق المالية الإسلامية إلا أنها جميعها لم تركز على الجانب العملي التطبيقي.

الفرق بين الدراسة و الدراسات السابقة:

يحاول الباحث في هذه الدراسة الجديدة وضع تصور متكامل واقعي لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية متخذاً من التجربة الماليزية الحالة الدراسية لبيان أهم معالم الاختلاف بين النظرية والتطبيق الفعلي لسوق الأوراق المالية الإسلامية، لاسيما فيما يتعلق بدراسة مقارنة التكييف الفقهي بين مجمع الفقه الإسلامي ومجلس الرقابة الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في الأدوات المالية القائمة وفقاً لأحكام الشريعة والأدوات المالية الإسلامية المتداولة، الأمر الذي يقتضي من الباحث مراجعة المصادر والمراجع الإسلامية لغرض التأصيل الفقهي للعمليات التي تجري في البورصة، وأما المصادر والمراجع الإسلامية الحديثة فتستخدم بهدف جمع الشذرات المتناثرة حول هذا الموضوع، ومن ثم دراسة وتحليل تلك الآراء بعد جمعها وتبويبها وتصنيفها. وذلك من أجل تعزيز ثقة المستثمر المسلم في تلك الأسواق، الأمر الذي يجعلها تخوض في مجال المنافسة الكاملة في الأسواق المالية العالمية بكفاءة وفاعلية.

الفصل الأول
الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

الفصل الأول
الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

المبحث الأول: مفاهيم عامة في الأسواق المالية.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية.
المطلب الثاني: الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية.
المطلب الثالث: عوامل نجاح السوق المالي.
المطلب الرابع: أنواع الأسواق المالية.

المبحث الثاني : ماهية سوق الأوراق المالية"البورصة"

المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية.
المطلب الثاني: العوامل التي أدت إلى نشأة أسواق الأوراق المالية.
المطلب الثالث: دور وأهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي.
المطلب الرابع: الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية.
المطلب الخامس: دوافع إدراج الشركات لأسهمها في سوق الأوراق المالية.
المطلب السادس: خصائص و سمات سوق الأوراق المالية الجيد.

المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية"البورصة"

المطلب الأول: مفهوم الكفاءة في أسواق الأوراق المالية.
المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤ.
المطلب الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية.
المطلب الرابع: الخصائص التنظيمية والإدارية لسوق الأوراق المالية الكفؤ.

الفصل الأول

الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

مقدمة:

الأسواق موجودة بوجود المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكنها كانت تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقية، كذلك وسائل وأساليب بيع وشراء هذه السلع كانت تتم بطرق بدائية وبسيطة كتبادل سلعة بسلعة وهذا ما يسمى في علم الاقتصاد بالمقايضة، وفي ظل التطور الحضاري الكبير تطورت الأسواق بشكل كبير وشهدت طفرة واسعة في السنوات الأخيرة بسبب التقدم التقني والتكنولوجي الواسع، ومع تطور وسائل الاتصال أصبح بإمكان البائع أو المشتري أن يبيع أو يشتري باتصال هاتفي مباشر أو بواسطة وسطاء، إلى أن وصلنا إلى ما يعرف بالتجارة الالكترونية كإحدى نتائج هذا التطور، لذلك فإن مفهوم السوق أصبح لا يقتصر على مكان محدد أو على سلعة معينة، أي أن المكان أصبح لا يشكل شرطاً أساسياً لعمليات البيع والشراء.(**هندي،1996،ص212**)

كما أن الأسواق في وقتنا الحاضر أسواق متخصصة، بعضها متخصص في السلع الغذائية، وبعضها متخصص في بيع الذهب حيث يطلق عليه سوق الذهب، وبعضها متخصص في بيع وشراء الأوراق المالية وهذا ما يطلق عليه بالسوق المالي، وعلى الرغم من أن الأسواق المالية حديثة العهد بالنسبة إلى الأسواق الأخرى، إلا أنها تطورت في الآونة الأخيرة تطوراً كبيراً سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للعاملين فيها، ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق.(**خريوش، 1998،ص13**).

ولقد ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية. وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية.،ولقد كان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا. ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية"البورصات".

وتحظى أسواق الأوراق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء حيث أنها تمثل مرآة الاقتصاد التي تتواجد به، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي، وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده مما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره.(**البتال،2004،ص2**)

المبحث الأول
مفاهيم عامة عن الأسواق المالية

المطلب الأول
مفهوم الأسواق المالية

الأسواق المالية شأنها شأن الأسواق الأخرى التي توفر نظاماً لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معاً عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والأخر منتج لهذه الخدمة.
فالأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلاله مدخراتهم إما مباشرة أو من خلال وسطاء، على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال.**(نصيف، 1995، ص21)**.

ويعرف السوق المالية بأنه "الإطار أو النظام الذي تتجمع فيها طلبات الشراء و البيع للأدوات المالية والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية، ويعتبر وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وسعر عادل"**(الميداني،2002،ص17)**.

وفي تعريف آخر للسوق المالي هو" الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة"**(التميمي،وسلام،2004،ص110)**.
وهناك تعريف للسوق المالي على أنه "الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عمليات تبادل الأصول المالية" **(الحناوي و آخرون ،2002،ص 8)**.
من خلال ما سبق من تعريفات يمكن استخلاص عدة حقائق حول الأسواق المالية:

- أن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام.
- أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.
- بورصة الأوراق المالية أحد أهم أجهزة السوق المالية، فيها يتم التقاء العرض بالطلب من خلال وسيلة من وسائل الاتصال المألوفة وإجراء التعامل بالأوراق المالية في إطار توفر شروط محددة، ووفقاً لقواعد ونظم معينة.
- من الأركان الرئيسة في السوق المالي الوسطاء وصناع السوق وقنوات الاتصال التي تقوم على تسهيل عمليات اتصال البائعين بالمشترين.

المطلب الثاني
الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية

يتطلب إنشاء سوق مالي توفر عدة شروط يمكننا إجمالها **بالآتي**:(**الجمل ،2002،ص21)**

1. **زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة**: حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم. لذا تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والذي بدوره يتحول إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية.
2. **تحويل المدخرات إلى استثمارات**: تعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات، وذلك لكون هذا السوق مجالاً لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية.
3. **إنشاء البورصات للأوراق المالية**: حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كلاً من القطاع العام والقطاع الخاص دوره في هذا الشأن.
4. **الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها**: تكوين الشركات أو طرح الأسهم والسندات لابد أن يكون مصحوب بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله ،ولابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين وحتى تكون هذه الإعلانات ذات صبغة جدية.
5. **وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة**: تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات طويلة الأجل.

المطلب الثالث

عوامل نجاح السوق المالي

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي ،ولكن لنجاح هذا السوق هناك عدة عوامل بعضها أساسي والبعض الآخر مكمل.(**خريوش وآخرون ،1996،ص17**):

أولاً: العوامل الأساسية تتلخص في النقاط التالية:

1. وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين و التشريعات الرقابية التي تضفي صفة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب والاحتيال.

2. إنشاء أسواق للأوراق المالية داخل الدولة و تنوع أدوات الاستثمار في تلك الأسواق، يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين، و يوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر. **(التميمي و سلام،2004،ص112)**

3. توفر نظم للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي و الموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.(**الحناوي وآخرون،2002،ص 133**).

4. الحرية الكاملة في التعامل مع السوق فالمدخر يتعامل باختياريه، حيث السوق هي وعاء لاستقطاب المدخرات.

5. وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

ثانياً: العوامل المكملة:

1. الموقع الجغرافي للسوق المالي وقربه من الأسواق الدولية.
2. وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار والشركات المساهمة العامة.
3. ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
4. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

المطلب الرابع
أنواع الأسواق المالية

يمكن التمييز بين نوعين أساسين من الأسواق داخل السوق المالي **هما:** (*)

- أسواق رأس المال. Capital Markets
- أسواق النقد. Money Markets

والاختلاف الأساسي بين تلك النوعين من الأسواق يبرز في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها في كل من السوقين (**Cooper,Fraser,1990,P19**)، حيث يجري تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل (**) في أسواق النقد ،في حين يجـري تـداول الأدوات الماليـة طويلة الأجل(***) في أسواق رأس المال.

و تنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية. "ويقصد بالأسواق الحاضرة تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل يتم تسليمها فور إتمام الصفقة ".(**خريوش ،وأرشيد،1998،ص28**).

أما أسواق العقود المستقبلية فهي تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات ،ولكن من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق(**Cooper,Fraser,1990,P374**).

- **الأسواق الحاضرة أو الفورية:**

وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل وتتقسم الأسواق الحاضرة **إلى:**

1. **الأسواق المنظمة "البورصات": The Organized Exchanges**

(*) انظر الشكل التوضيحي رقم (1-1)،ص 27 ، يوضح الأنواع المختلفة للأسواق المالية.

(**) الأدوات المالية قصيرة الأجل هي الأدوات التي تتداول في أسواق النقد و فترة استحقاقها اقل من سـنة،مثل الودائع المصرفية ،شهادات الإيداع ،الأوراق التجارية،القبولات المصرفية، سندات صـناديق اسـتثمار الـسوق النقدي، و اذونات الخزينة(**هندي ،2003،ص287**).

(***) الأدوات المالية طويلة الأجل هي الأدوات التي تتداول في أسواق رأس المال و فترة استحقاقها أكثـر مـن سنة،مثل المال مثل الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الـسندات، الخيـارات، والعقـود المـستقبلية (**هنـدي ،2003،ص287**).

هي السوق التي توجد لها قوانين وسياسات وهيئات تنظيمية تنظم التعامل فيهـا، و يـتم تتداول الأوراق المالية فيها بعد إصدارها، وتتميز الأسواق المنظمة بأن لها مكاناً محدداً يلتقـي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق، وتدار هذه السوق مـن خـلال مجلس إدارة منتخب أعضاء الـسوق **(Badger,others,1969,P52)** ، وتنقـسم الأسـواق المنظمة إلى نوعين **رئيسين**:

أ. **الأسواق المنظمة الأولية (Primary Market أو سوق الإصدار)**: و تعرف بأنها "السوق التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها و بمعنى آخـر أن بـائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة"**(الزبيدي،2001،ص 114)**، وفي هـذا الـسوق تكـون العلاقة مباشرة بين المنشأة المصدرة للورقة المالية و بين المشتري الأول لها " المكتتب "

ب. **الأسواق المنظمة الثانوية(Secondary Market أو سوق التداول)**: (*) و تعرف بأنهـا الأسواق التي يتم تداول الأوراق المالية بين حامليها و بين الراغبين في شرائها مـن غيـر المصدرين**(إبراهيم وآخرون،1999،ص17)**.

2. **الأسواق غير المنظمة:The Unorganized Exchanges** :

تقصد بالسوق غير المنظمة هي السوق التي لا تتعامل وفق قوانين وسياسات الأسواق المنظمة و تعليمات هيئاتها، وليس لها مكان محدد يتم تداول الأوراق المالية فيه، وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة وعلى الأخص السندات وتعاملها في الأسهم على نطاق ضيق (**). **(هندي،1999،ص76)**.

و يشمل السوق غير المنظمة أسواق فرعية أخرى **هي**:

(*) يوجد تصنيف آخر للأسواق المنظمة "البورصات" يقسمها إلى أسواق مركزية وأسـواق محليـة ،ويقـصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق الماليـة والبورصـة ،بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة أو المنظمة المصدرة لتلك الورقة ،ومن الأمثلة على ذلك بورصـة لندن ،وبورصة نيويورك. أما البورصات المحلية فتتعامل فيما تبقى مـن الأوراق الماليـة المـسجلة أي 10% الباقية ،وهي أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة ،ولا يوجد مـا يمنع مـن أن تتعامـل تلـك البورصـات فـي الأوراق الماليـة المعروفـة والمتداولـة فـي البورصـات المركزية**(هندي،1999،ص71)**.

(**) يطلق مصطلح (المعاملات على المنضدة -over the counter)على المعاملات التي تجري خارج البورصات ،والتي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة ،ولا يوجد مكان محدد لإجراء هذه المعاملات **(Badger,others,1969,P53)**

1. **السوق الثاني**: ويتمثل في السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمـــة والمنتــشرين فـــي المناطق المختلفة وكذلك المصارف التجارية، وسميت بالسوق الثاني على اعتبـــار أن الـــسوق الأول هو البورصة المنظمة.(**الفالوجي ،2005،ص16**).

2. **السوق الثالث**: ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق..

3. **السوق الرابع**: وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهـــدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.(**نصار،2006،ص38**)

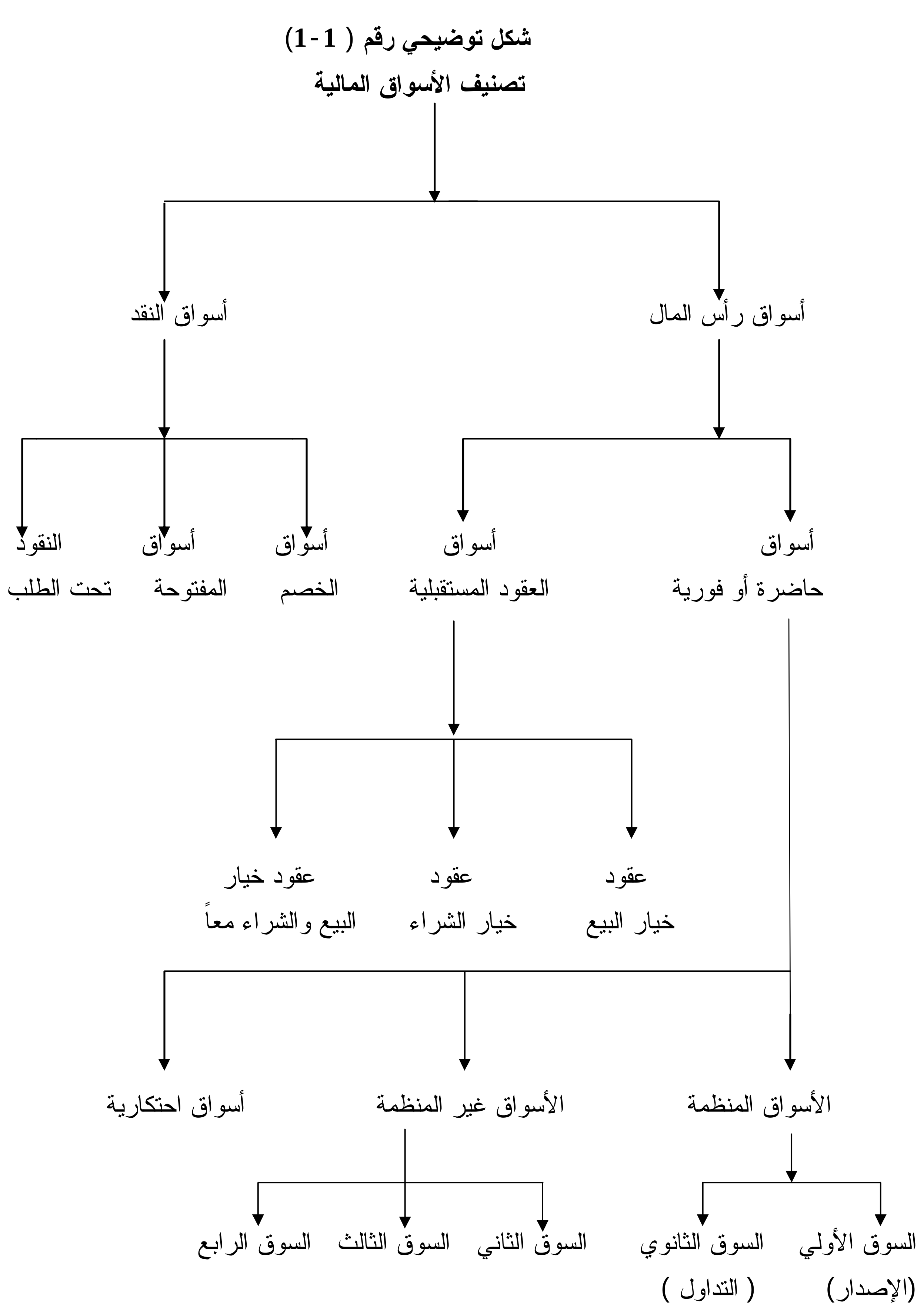
3. الأسواق الاحتكارية:

وتتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية ،حيث يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة.(**خريوش ،وأرشيد ،1998،ص28**)

الشكل التالي يوضح الأنواع المختلفة للأسواق المالية

شكل توضيحي رقم (1-1)

تصنيف الأسواق المالية



المصدر : إعداد الباحث بالرجوع عدة مراجع مختلفة

المبحث الثاني
ماهية سوق الأوراق المالية "البورصة"

المطلب الأول
تعريف سوق الأوراق المالية

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول (**صالحة،2007،ص13**).

" التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعاً في الاستعمال والذي يقتصر على السوق المنظمة "البورصة" للأسهم والسندات والتي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء والمسموح لها بالتعامل في السوق وضامني تغطية الاكتتاب. (**المنذري،1987،ص118**).

سوق الأوراق المالية "البورصة" مصطلح يطلق على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك الاستثمار،الوسطاء،السماسرة) الذين يقومون بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق. **(Badger,others,1969,P53)**

وتمثل البورصة أهم أجهزة السوق المالية ويمكن تعريفها بأنها تنظيم يتم من خلال التقاء العرض بالطلب بوسيلة من وسائل الاتصال المألوفة وإجراء التعامل بأوراق مالية معينة تتوافر فيها شروط محددة وفقاً لقواعد ونظم معينة.

من خلال التعريفات السابقة يمكن استنتاج العناصر الأساسية لسوق الأوراق المالية والتي هي:

- **الأوراق المالية**: (الأسهم و السندات) وتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق
- **المتعاملون**: وهم البائعون و المشترون و السماسرة و المؤسسات و الهيئات و الشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.
- **المعلومات**: وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين و المرتقبين(**حماد،2000،ص 19**)

المطلب الثاني

العوامل التي أدت إلى نشأة أسواق الأوراق المالية

العوامل التي أدت إلى نشأة أسواق الأوراق المالية هي:(**البرواري،2002،ص34**)

1. **الانقلاب الصناعي**: حدوث الانقلاب الصناعي في أوروبا، وتحول الإنتاج من الإنتاج الصغير إلى الإنتاج الكبير ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.
2. **زيادة السكان**: انتشار المدن اثر الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان احتاج إلى تموينها بالمواد الغذائية، فاقتضى ذلك إلى وجود سوق عالمي للاتجار في الحاصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار سموا بالمضاربين، وفريق آخر من تجار الجملة، فنشأت البورصات لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات بين الفريقين.
3. **اقتراض الحكومات**: لجوء الحكومات إلى الاقتراض من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها من أجل الحصول على المواد الصناعية، والبحث عن أسواق لصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقرضين.
4. **اقتراض الشركات**: لجوء الشركات إلى الاقتراض، وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت، رغبة من هذه الشركات في ازدياد رأسمالها.
5. **ضخامة المشروعات**: صاحب التقدم الصناعي كبر حجم المشروعات، وضخامة رأسمالها مما استلزم الحاجة لتمويل رأس المال، ولهذا نشأت الشركات المساهمة وجزأت رأسمالها إلى أسهم لمن يريد التمويل والمشاركة في هذه الشركات.

المطلب الثالث

دور وأهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التـــي يتـــوفر لديها فائض من الأموال "مدخرات" إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وقد وجـــدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضـــرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. هذا وتعمل الأســـواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتبلور ضرورتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال **ما يلي**:**(عبد الكريم،2001،ص10)**

1. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهـــا نحـــو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أسس تنافسية كفؤة.
2. جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع العملية التنمية الاقتصادية وتقلـــيص الاعتمـــاد على الاقتراض الخارجي.
3. الإسهام في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة وبالتـــالي التقليـــل مـــن تكـــاليف ومخاطر التمويل.
4. المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حدٍ سواء.
5. تسريع وتسهيل عملية التخصيص وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد.
6. تمويل خطط التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لتمويل مشروعات التنمية، والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.**(صالحة ،2007،ص15)**.
7. توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيـــق الـــسعر العـــادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
8. القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمـــة للمجتمـــع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة .
9. المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيـــف والـــذي يـــؤدي بدوره إلى تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المـــستوى القـــومي. **(البتال،2004،ص4)**

مما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تستمد أهميتها من الـــدور المتعـــدد الأوجـــه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر فـــي مختلــف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديـــدة. كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفـــائض فـــي رأس المـــال غيـــر الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأســـمال موظـــف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التـــي يقـــوم بهـــا الأفـــراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

المطلب الرابع

الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسة المتداولة في أسواق رأس المال الفورية ،"فهي تعتبر صكاً لإثبات حق في أصل معين وفي التوقعات النقدية الناتجة عن هذا الأصل أي إنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر"(**حنفي ،2003،ص 24**).

و تعرف بأنها "صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة ،وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم أو الحق في دين على الشركة مصدرة الورقة مثل السندات أو الحق العائد مثل حصص التأسيس أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم والسندات"(**البرواري،2002،ص29**).

والأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية المنظمة "البورصات"هي: **(هندي،1993،ص275)**

1. الأسهم العادية.
2. الأسهم الممتازة.
3. السندات.
4. الأوراق المالية القابلة للتحويل.
5. الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة.

1. **الأسهم العاديـــة**: وتعتبر الأسهم العادية من أكثر الأوراق المالية شـــيوعاً واســـتخداماً بـــين المستثمرين في سوق الأوراق المالية وهي عبارة عن مستند ملكية يمثل جزء أو حصة من رأس مال شركة ما، تصدرها الشركات المساهمة العامة لتكوين رأسمالها، ويكون لهـــا قيمـــة إســـمية واحدة. **(كراجة وآخرون،2002،ص89)**.

2. الأسهم الممتازة: وهي عبارة عن شهادة ملكية في الشركة من منظور قانوني وليس عبـــارة عن أداة مديونية بالرغم من تشابه السهم الممتاز في بعض السمات مع السند و يتشابه مع الـــسهم العادي في حقه في الحصول على الأرباح الموزعة ولكن هذا الحق يمثل نسبة مئوية ثابتة مـــن القيمة الإسمية وليست متغيرة مثل حقوق الأسهم العادية (**حبش،1998،ص164**)، وتلجأ إليهـــا

الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب في أسهمها لزيادة رأسمالها ولتوسيع أعمالها ومشاريعها الجديدة.

3.السندات : هي " التزام مالي تعاقدي مكتوب يتعهد بموجبه المقترض "المصدر للسند" تقديم مدفوعات إلى المقرض "المحتفظ بالسند" والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات و حتى تسديد القرض"**(كاكامولا،2003،ص109).**

4. الأوراق المالية القابلة للتحويل: ويقصد بها السندات والأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، إذا ما رغب حاملها في ذلك، وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للاستدعاء و ذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، ولا يتوقع التلويح باستخدام شرط الاستدعاء إلا عندما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء**(هندي،1999،ص37).**

مما تقدم يمكن استخلاص الآتي:

- يمكن تصنيف الأوراق المالية المتداولة من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية، وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات، أما الأسهم الممتازة فتعتبر هجين من الأسهم العادية والسندات.
- الأسهم تمثل حصة رأس مال الشركة التي تصدرها وبالتالي يعتبر حاملاً شريكاً في الشركة ويتمتع بحق الحصول على نصيب مواز في الربح، أو يتحمل الخسارة في شكل انخفاض في قيمة الأسهم في التداول.
- السندات فهي التزامات مالية، أو ديون على المقترض ويتمتع حاملها وهو المقرض بضمان مالي كامل على أصول الشركة المقترضة وفقاً للقانون ويكون حامل السند أيضاً دائناً بقيمة الفوائد المحددة فيه، والمستحقة في المواعيد المنصوص عليها فيه وذلك بغض النظر عن نتائج أعمال الشركة.

المطلب الخامس

دوافع إدراج الشركات لأسهمها في سوق الأوراق المالية

مما لاشك فيه أن سعي الشركات المساهمة العامة لإدراج أسهمها في سوق الأوراق المالية يحقق لها كثير من المنافع نذكر منها:(**زعرب ،2006،ص27)**

1. **الترويج و الدعاية**: إدراج الشركة لأسهمها في البورصة يتيح لها الفرصة للترويج و الدعاية عن نفسها ونشاطها مما يجعلها على اتصال مباشر لجمهور المستثمرين و المتعاملين في البورصة.
2. **التقييم العادل**: توفر السوق آلية للعرض والطلب على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق مما يعكس القيم الحقيقية للسهم.
3. **كفاءة نظام التداول والمقاصة و التسوية الالكترونية**: حيث توفر البورصة من نظاماً للتداول والمقاصة يقدم أفضل الخدمات في هذا المجال بالاعتماد على الأنظمة الالكترونية الحديثة لإتمام البيع والشراء ونقل الملكية.
4. **فرص الحصول على التمويل الإضافي للشركات المدرجة**: يقدم السوق أحدث التقنيات و الأساليب لإيصال المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم للشركات المدرجة و افصاحاتها و مؤشرات التداول للمهتمين للاستثمار، وبالتالي جذب الاستثمار لتلك الشركات.
5. **فرص التملك والاندماج**: تستطيع الشركات الاستفادة من مزايا السوق في تسهيل و تنظيم عمليات الاندماج والتملك من خلال إجراءاته التنظيمية و الفنية والتشريعية التي تحكم التداول والمقاصة.
6. **نشر معلومات فورية و دقيقة للشركات و المستثمرين**

المطلب السادس

خصائص وسمات سوق الأوراق المالية الجيد

ينبغي أن تتوافر بعض الخصائص والسمات في سوق الأوراق المالية الجيد يذكر **منها**: **(البتال،2004،ص6)**

1. **توافر المعلومات والبيانات**: أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقته وبدقة تامة .
2. **توفر السيولة**(*): وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة ، وبسعر محدد ومعروف ، أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهري.
3. **العمق**: أي وجود عدد كبير من البائعين والمشترين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.
4. **انخفاض كلفة التعاملات**:كلما كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية.
5. **سرعة تعديل الأسعار بسرعة في السوق وفقاً للمعلومات الجديدة (الخارجية) فيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول .**

(*) السيولة: القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة و بسعر معلوم و تسمى أيضاً صلاحية الأسهم للعرض في السوق

المبحث الثالث
كفاءة أسواق الأوراق المالية

المطلب الأول
مفهوم الكفاءة في أسواق الأوراق المالية

تعددت التعريفات التي وضعها الباحثون عن سوق الأوراق المالية الكفؤ إلا أنها تحمل جميعها تقريباً نفس المعنى، فقد عرف ديلكوي السوق ذات الكفاءة بأنها " السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية ،وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها." **(Delkaoui,1981,p127)**.

و يلاحظ وجود علاقة كبيرة بين أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم، وبين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار اهتمام الكثيرين سواءً على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على سوق رأس المال، وتسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق رأس المال. **(حماد،2000،ص79)**.

ونقول أن أسواق الأسهم تتسم بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية للأسهم، وحيث وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية فإنه لابد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها، ويعود ذلك لأسباب موضوعية تجعل أسعار الأسهم معبرة عن قيمتها الواقعية الحقيقية **وهي**: **(هندي،1993،ص494)**

1. وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية.
2. معلومات متوفرة للجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة.
3. صدق المعلومات وصحتها.
4. أمكانية وصول المعلومات لكل المتعاملين لتمكينهم من معرفة سعر الورقة في نفس اللحظة.
5. أن تتحرك الأسعار بصورة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها من قبل المتعاملين.

وبالتالي ووفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة المعلومات.

المطلب الثاني
خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤ

يتميز سوق الأوراق المالية الكفؤ بالخصائص التالية:(**خريوش،1990،ص 152**)

1. عدم وجود قيود على التعامل كتكاليف المعاملات أو ضرائب، الأمر الذي يوفر المنافسة الكاملة في السوق وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية متمثلة في الشركات القابضة.
2. كفاءة التشغيل: فلابد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير.
3. كفاءة الأسعار: أي أن سعر الورقة المالية بناءً على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات.
4. الأمن: أي أن تتوفر الحماية ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر.
5. العقلانية: واتصاف المستثمرين بالرشد حيث يجب أن يكون المتعاملون في السوق يهدفون إلى تحقيق الربح، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من استثمار ثرواتهم.(**البتال،2004،ص11**).
6. وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
7. أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
8. للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم بسهولة ودون شروط .

المطلب الثالث

مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعتبر الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً، لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات **هي**: **(Brigham,Ehrhardt,2005,P270-271)**

1.المستوى الضعيف:

يعني هذا المستوى أن أسعار الأسهم تسير بصورة عشوائية وبلا وجود علاقة بين بعضها البعض وهذا يعني أن حركة أسعار الأسهم في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، وفي هذه الحالة فإن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية.

2.**المستوى شبه القوي**:

أي أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في أسعار الأسهم.**(Cooper,Fraser,1990,P368)**

3.المستوى القوي:

أي أن أسعار الأسهم ينعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة (المعلنة وغير المعلنة) ،أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستنعكس على أسعار الأسهم المتداولة.

بعد التعرف على المستويات الثلاثة لكفاءة الأسواق المالية يمكن الإشارة إلى أنه في ظل السوق المالي الكفؤ يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة عن أداء الشركة،كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفؤ توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً.

المطلب الرابع

الخصائص التنظيمية والإدارية لسوق الأوراق المالية الكفؤ

من أهم الخصائص التنظيمية و الإدارية الواجب توافرها في السوق المالي للوصول إلى مستوى الكفاءة المعقول ما **يلي**:(**النجار،1999،ص93**).

1. وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول.
2. وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها وتراقب عمليات التداول عن كثب.
3. وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية لاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج.
4. وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة.
5. وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة.
6. وجود صانعي الأسواق " Market Makers " مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم.
7. أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول.
8. سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.
9. أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، وأن يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة.

خلاصة الفصل :

تناول هذا الفصل الإطار النظري للأسواق المالية، واشتمل على ثلاثة مباحث رئيسة لتقديم فكرة شاملة عن ماهية الأسواق المالية من حيث وصفها ومفهومها، وتم عرض العوامل التي تؤدي إلى نجاح السوق المالي والتي تم تصنيفها إلى عوامل موضوعية وأخرى شكلية لها تأثير في إنجاح السوق، كما أن هناك شروط لتكوين وإنشاء أي سوق مالي لابد من توافرها، وتم التطرق إلى تصنيفات السوق المالي المختلفة والتي تنقسم إلى أسواق منظمة "بورصات" وأسواق غير منظمة ،أسواق احتكارية، كذلك تطرق الفصل إلى أنواع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المنظمة والتي غالباً ما تكون من أسهم عادية وممتازة وسندات طويلة الأجل أوراق مالية قابلة للتحويل وأوراق مالية تصدرها الحكومة.

كما تم تعريف سوق الأوراق المالية "البورصة" بأنه ذلك السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية (أسهم و سندات) بيعاً أو شراءً، وأخيراً تم تحديد مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، فالأسواق تتسم بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية للأسهم المتداولة فيها، مع الإشارة إلى خصائص ومستويات السوق المالي الكفؤ(المستوى الضعيف ،شبه القوي ،القوي) .

الفصل الثاني

سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي

الفصل الثاني

سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي

المبحث الأول: الأسهم و تداولها في ميزان الفقه الإسلامي

المطلب الأول: الأسهم (مفهومها و ماهيتها).

المطلب الثاني: أنواع الأسهم و حكمها في ميزان الفقه الإسلامي.

المطلب الثالث: إصدار وتداول الأسهم في ميزان الفقه الإسلامي.

المبحث الثاني: السندات و تداولها في ميزان الفقه الإسلامي

المطلب الأول: (السندات مفهومها وخصائصها و أنواعها و أوجه الاختلاف بينها وبين الأسهم)

المطلب الثاني: أنواع السندات و حكم التعامل بها.

المطلب الثالث: البدائل الشرعية عن السندات.

المبحث الثالث: حصص التأسيس

المطلب الأول:حصص التأسيس(مفهومها وخصائصها وأوجه الاختلاف بينها وبين الأسهم والسندات)

المطلب الثاني: حصص التأسيس في ميزان الفقه الإسلامي

المبحث الرابع: عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي

المطلب الأول: العمليات العاجلة في ميزان الفقه الإسلامي

المطلب الثاني: العمليات الآجلة في ميزان الفقه الإسلامي

الفصل الثاني

سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي

مقدمة:

الإسلام منهج حياة شامل لشتى جوانب الحياة السياسية والاقتصادية والاجتماعية، ففي الجانب الاقتصادي يتصف نظام الإسلام المالي والنقدي بأنه متكامل في نطاقه، وأهدافه، و مؤسساته، وقواعد العمل فيه، وللسوق مكانة فريدة في هذا النظام، إذ لا يقتصر اهتمام الإسلام بالعناية بوجود الأسواق كمؤسسة، وإنما يعني أكثر من غيره، بل وقبل غيره، بقواعد السلوك في تلك الأسواق ومنها منع الغش و الاحتكار و القمار و الربا.

وإذا كانت أسواق الأوراق المالية اليوم لا تحقق المقاصد التي يتوخاها الإسلام، فإن هذا لا يعني إغفالها، وتركها وشأنها، أو الحكم على ما فيها حكماً مطلقاً بالتحريم، وإنما الأمانة تقتضي أن نبحث عن كل تفصيلاتها وجزئياتها، و نحكم من خلال تصور دقيق لكل جزئياتها، ونبذل كل ما في وسعنا، ونستفرغ كل جهدنا للوصول إلى بديل إسلامي يراعي الأصالة والتجديد و التطوير.

ونظراً لأهمية سوق الأوراق المالية، وازدياد اهتمام شرائح عديدة من المجتمع إليه بحثاً عن الأرباح، كان لابد من بيان موقف الشريعة الغراء منه بهدف نشر الثقافة الاستثمارية الإسلامية الصحيحة، بما فيها إتاحة المجال للمستثمرين للتعرف على وجهة النظر الشرعية الإسلامية بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، وما تقوم به هذه الأسواق و بيان الجهود المبذولة لتنظيم وضبط عملها لتتوافق نشاطاتها مع الشريعة الإسلامية.

المبحث الأول
الأسهم و تداولها في ميزان الفقه الإسلامي

المطلب الأول
الأسهم (مفهومها و ماهيتها)

أولاً: مفهوم الأسهم:

يطلق علماء الاقتصاد مصطلح السهم على أمرين **هما**:(**هارون ،1999،ص30**)

1. الحصة أو النصيب للمساهم في شركة من شركات الأموال، وهذه الحصة تمثل جزء من رأس مال الشركة، ويتم إصدار السهم على صورة صك يعطى للمساهم، ويكون وسيلة لإثبات حقوقه في الشركة.
2. الصك أو الوثيقة المثبتة التي تعطى للمساهم إثباتاً لحقه، لأن السهم يعطي للمساهم حقوقاً تجاه الشركة كما يترتب عليه التزامات نحوها.

و يرى آخرون أن الأسهم "عبارة عن صكوك متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها، و تخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة"(**الزحيلي،2002،ص362**).

أو "صك يمثل حصة في رأس مال شركة المساهمة أو التوصية بالأسهم وكلمة السهم تعني حق الشريك في الشركة كما تعني الصك المثبت لهذا الحق" (**رضوان ،1996،ص265**).

من خلال التعريفات السابقة للأسهم نجد أنها تعطي معنى متقارباً أو يكاد يكون متطابقاً، وهو أن السهم كما يطلق على الصك أو الوثيقة التي تعطي للمساهم إثباتاً لحقه فهو يشير أيضاً إلى الجزء أو النصيب الذي يمتلكه المساهم في رأس مال الشركة.

ثانياً: خصائص الأسهم:

تتمتع أسهم الشركات المساهمة بعدة خصائص يمكن إجمالها فيما **يلي**:(**الزحيلي،2002،ص363**)

1. **تساوى القيمة الإسمية**: فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من البعض الأخر، لأن رأس المال يقسم إلى أسهم متساوية القيمة.
2. **غير قابلة للتجزئة**: ويجوز أن يشترك في السهم الواحد أكثر من شخص واحد يمثلهم تجاه الشركة شخص واحد ، وإن اشتركوا في عدة أسهم.
3. **القابلية للتداول و التصرف** فيها بالبيع و الشراء والرهن والتنازل غيرها .

4. **مسؤولية المساهم محددة** السهم بقيمة السهم فقط، فلا يطالب المساهم بما يزيد عـــن القيمـــة مهما بلغت ديون الشركة أو نقصت موجوداتها.

5. **الأسهم لها قيمة إسمية محددة** بالقانون، ولا يصدر السهم بقيمة أعلى أو أدنى منها(*).

ثالثاً: الحقوق الأساسية لمالكي الأسهم في الشركات المساهمة:

المساهم شريك يخول صاحبه مجموعة من الحقوق الأساسية و**هي**: **(الزحيلي،2002،ص366)**

1. حق الاستمرار في الشركة: لأن المساهم متملكاً أسهماً في الشركة، فلا يجوز فصله منهـــا و لا تنزع ملكيته لأسهمه إلا برضاه.

2. حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة: ويمكن هذا الحق المساهم من المـــشاركة فـــي إدارة الشركة، ولكل سهم صوت ، أما صاحب السهم الممتاز فيكون متعدد الأصوات.

3. حق مراقبة أعمال الشركة: بمراجعة ميزانيتها، وحساب أرباحهـــا، وخـــسائرها، وتقـــارير مجلس الإدارة، وغير ذلك من أمور الشركة.**(Brigham, Ehrhardt,2005,P247)**

4. حق المشاركة في الحصول على الأرباح و الاحتياطات:

5. حق الأولوية في الاكتتاب: إذا قررت الشركة زيادة رأس مالها و طرح أسهم جديدة

6. حق التنازل: عن السهم بالبيع أو الهبة أو غير ذلك.

7. حق الحصول على نصيبه: من موجودات الشركة عند التصفية.

(*) ولا يقف الأمر عند هذا النوع من القيمة وإنما توجد عدة أنواع و هي:**(شبير،2001،ص202)**.

أ.القيمة الإسمية:و هي القيمة التي تبين في الصك .

ب.قيمة الإصدار:وهي القيمة التي يصدر بها السهم عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال.

ج.القيمة الحقيقية:و هو النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد حسم ديونها

د.القيمة السوقية:و هي قيمة السهم في السوق المالي بحسب العرض و الطلب و المضاربات والظروف السياسية والاقتصادية.

المطلب الثاني

أنواع الأسهم وحكمها في ميزان الفقه الإسلامي

هناك أنواع عديدة من الأسهم، وهذا التنوع يرجع إلى اعتبارات متعددة، ومعرفة هذه الأنواع وتصورها في غاية الأهمية، لتنزيل الحكم الشرعي عليها، إذ الحكم على الشيء فرع من تصوره ، ومن ثم فسوف نبحث هذه الأنواع وفقاً للاعتبارات الآتية: **(شبير،2001،ص203).**

أولاً: أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك:

تنقسم الأسهم حسب هذا الاعتبار **إلى** :

1. **أسهم عينية**: وهي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بدفع قيمتها عيناً(عقاراً أو منقولاً) ولا تدفع نقداً، وقد اختلف الفقهاء في جواز الاشتراك بالحصص العينية(*)على ثلاثة أقوال:**(رضوان ،1996،ص286).**

القول الأول: جواز الاشتراك بالعروض مقومةً(**).

القول الثاني: جواز الاشتراك بالمثليات كالحبوب والأدهان (***).

القول الثالث: عدم الاشتراك بالعروض مطلقاً (****).

(*) الحصص العينية في المفهوم الدارج لدى العموم يعبر عنها فقهاء المسلمين بالعروض، والعرض هو المتاع، وكل شيء عرض إلا الدراهم والدنانير فأنها عين **(مختار الصحاح للرازي ،ص424)** وقد اختلفوا في جواز الشركة بالعروض فذهب بعضهم إلى أن الجواز هو رأي الجمهور بينما ذهب آخرون إلى أن الإجماع منعقد على عدم الجواز الشركة بالعروض**(رضوان ،1996،ص282)**

(**)قال بهذا الرأي المالكية وأحمد، وأبن أبي ليلى وطاوس والأوزاعي، وحماد بن أبي سليمان**(المغني لأبن قدامة 17/5)**

(***) قال بهذا الرأي الشافعية ومحمد بن حسن صاحب أبي حنيفة .**(حاشية ابن عابدين 340/3)**

(****) قال بهذا الرأي أبي حنيفة وأبي يوسف و ظاهر مذهب أحمد .**(حاشية ابن عابدين 340/3)**

و الراجح من الأقوال هو القول الأول بجواز الاشتراك بالعروض، وبناءً عليه يمكن الحكم بصحة إصدار السهم العيني والتعامل به اختياراً لمذهب من قال به، تيسيراً على المسلمين في معاملاتهم، ولا يوجد دليل نقلي على منعها(**القرة داغي ،1990،ص391)**

2.**أسهم نقدية**: وهي التي يكتتب بها المساهم ويدفع قيمتها نقداً، وهذا النوع من الأسهم جائز باتفاق الفقهاء، حيث أجمعوا على جواز المشاركة بالأثمان المطلقة.**(النشار،2006،ص65)**.

ثانياً: أنواع الأسهم من حيث الحقوق الممنوحة لصاحبها:

و تنقسم الأسهم حسب هذا الاعتبار **إلى**:

1. **أسهم عادية**: وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقاً متساوية، ويعطي صاحبها قدر من الربح يتفق مع ما دفعه للشركة دون أي زيادة أو نقصان، كذلك يتحمل الخسارة بقدر أسهمه، والحكم الشرعي لهذا النوع من الأسهم هو الجواز بغير خلاف.**(البرواري،2002،ص92)**.

2.**أسهم ممتازة**: وهي التي تعطي صاحبها حقوقاً خاصة، وتختص بمزايا لا توجد في الأسهم العادية، وتغطي صاحبها حقوق إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم لجذب الاكتتاب بها، وهذه الحقوق تختلف من شركة لأخرى حسب الشروط المتعلقة بإصدار الأسهم الممتازة.

و تتميز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بالخصائص التالية:(النشار،2006،ص79)

1. **حق الأولوية في الحصول على نسبة من الأرباح** بحد أدنى 5% قبل التوزيع على باقي الأسهم الأخرى. وحكم هذه الميزة عدم الجواز شرعاً لعدم المساواة في الحقوق بين المساهمين.

2. **حق الأولوية في الحصول على نسبة ثابتة من الأرباح** سواء ربحت الشركة أو خسرت ،وحكم الأسهم ذوات هذه الميزة عدم الجواز شرعاً لأنه هذا هو عين الربا المحرم.

3. **حق الأولوية باستعادة قيمة الأسهم بكاملها** عند تصفية الشركة قبل سائر المساهمين، و الحكم الشرعي لهذه الميزة هي عدم الجواز لعدم تساوي الحقوق والالتزامات بين المساهمين.

4.**حق صاحب السهم بأن يكون له أكثر من صوت** للسهم الواحد في الجمعية العمومية، وحكم الأسهم ذوات هذه الميزة هو عدم الجواز لأن الأصل أن الشركاء متساوون في الحقوق، ومنها التساوي في الأصوات بعدد الأسهم.

5. **حق الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب** بأسهم جديدة عند زيادة رأس المال، وحكم هذه الميزة هو الجواز، وذلك لأنه يحق للمساهمين الاتفاق على عدم إدخال شركاء جدد معهم.

إن إصدار الأسهم الممتازة بشروطها المختلفة حسب الشركة المصدرة، والتي تختص بمزايا لا تتوافر في الأسهم العادية غير جائز شرعاً **(قرار مجمع الفقه الإسلامي،رقم 7/1/65، 1992)**، لأن ذلك يخالف الأصل في قيام الشركة، وهو قيامها على أساس المساواة بين الشركاء، وهو حق أصيل لكافة الشركاء، ويؤدي انعدامه أو التفريط فيه إلى الربا أو الظلم، وكلاهما محرم في شريعة أحكم الحاكمين.

3.**أسهم مؤجلة**: وهي التي تعطى للمؤسسين، ولمن يقومون بترويج الأسهم الجديدة للشركة عند إنشائها، وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيباً من الأرباح الموزعة إلا بعد سداد حاملي بقية الأسهم، وهذا النوع من الأسهم غير جائز شرعاً، لأن عقد الشركة في الفقه الإسلامي يقوم على المساواة بين جميع الشركاء وتحمل الجميع المخاطرة واستحقاقهم الأرباح .**(البرواري،2002،ص92)**.

ثالثاً: أنواع الأسهم من حيث طريقة التداول أو الشكل القانوني:

و تنقسم الأسهم حسب هذا الاعتبار **إلى**:

1. **أسهم اسمية**: وهي الأسهم التي تحمل اسم المساهم، ويسجل عليها اسم حاملها، وتثبت ملكيته لها، وتتداول بطريق التسجيل، وهذا النوع من الأسهم يجوز شرعاً إصدارها والتداول بها، إذ الأصل أن ملكيته بحصة في الشركة تعطيه الحق في حمل الصكوك المثبتة لحصته باسمه**(البرواري،2002،ص91)**.

2. **أسهم لحاملها**: وهي الأسهم التي لا تحمل اسم حاملها، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، وحيازته دليل على ملكيته، وفي حكم هذا النوع من الأسهم عدم جواز إصدار السهم لحامله، لجهالة الشريك، لأنه يفضي إلى النزاع والخصومة، كما يؤدي إلى إضاعة حقوق صاحبها، إن اغتصبها أو لتقطها شخص أخر أو ضاعت، فإن حامله سيكون شريك بدون وجه حق، وعلى هذا فأن هذه الأسهم تعتبر باطلة، ويجب رد قيمتها إلى المساهم الأول أو استبدالها بقيمتها الإسمية، وإلا كانت شركة فاسدة **(القرة داغي،1990،ص119)**.

3. **أسهم لأمر**: وهي الأسهم التي يكتب عليها عبارة لأمر وتتداول بطريقة التظهير(*) دون الرجوع إلى الشركة، فيصبح الثاني هو مالك السهم الجديد، والأول متخلياً عنه وهذا النوع من

(*) التظهير هو بيان يدون على ظهر الصكوك ،أما بقصد نقل ملكية الحق الثابت في الصك من المظهر إلى المظهر إليه، أو بقصد توكيل المظهر إليه في تحصيل قيمة الصك أو بقصد رهن الحق الثابت في الصك إلى المظهر إليه (**الموسوعة العربية ،ص 530**).

الأسهم جائز شرعاً ، لانتفاء الجهالة بمعرفة المساهم الثاني، ولا يفضي إلى منازعة أو ضرر (**هارون،1999،ص226**) .

رابعاً: أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك واسترداد القيمة:

و تنقسم الأسهم وفقاً لهذه الاعتبار **إلى**:

1. **أسهم رأس المال**: وهي الأسهم التي لا يجوز لصاحبها استرداد قيمتها مادامت الشركة قائمة، ولا تعود للمساهم إلا عند التصفية النهائية للشركة، وهذا النوع من الأسهم جائز شرعاً و هو الأصل والقاعدة في الشركات.

2. **أسهم التمتع**: وهي التي تستهلكها الشركة ،بأن ترد قيمتها إلى المساهم قبل انقضاء الشركة، ويبقى صاحبها شريكاً له الحق في الحصول على الأرباح، والتصويت في الجمعية العمومية، و يطلق على هذه العملية بالاستهلاك، ويكون ذلك بعدة طرق كأن تشتري الشركة جزء من الأسهم ، أو تسحب الشركة من التداول في كل سنة عدد من الأسهم بطريقة القرعة وتدفع قيمتها لمالكيها من الأرباح، أما حكمها الشرعي فمنها ما هو جائز و منها غير جائز حسب **التالي**: (**هارون،1999،ص233**).

أ. الجائز من أسهم التمتع:

يجوز في أسهم التمتع أن يعطى المساهم قيمتها بأقل من القيمة الحقيقية، فيبقى له حق في موجودات الشركة وفي رأس ماله الاحتياطي، فيحق له حينئذ أن يأخذ جزءً من أرباح الشركة ولو كان أقل من أرباح المساهمين الذين لم يأخذوا قيمة أسهمهم من الشركة.

ب. غير الجائز من أسهم التمتع:

1.إذا سددت القيمة الحقيقية للسهم سواء كانت أقل أو أكثر من القيمة الإسمية، فلا يجوز لصاحبها أن يبقى شريكاً، ولا يستحق الحصول على أرباح الشركة، كما لا يتحمل خسارتها، لأن صلته بالشركة قد انقطعت ويكون قد استوفى ماله.

2.إذا سددت القيمة الإسمية للسهم، وكانت أعلى من القيمة الحقيقية للسهم، فلا يجوز لصاحبها البقاء في الشركة ويحصل على الأرباح فيما بعد، لأنه يكون قد استوفى رأس ماله المدفوع كاملاً بغير نقصان.

خامساً: أنواع الأسهم من حيث القيمة:

قد يحمل السهم أكثر من قيمة، وهذه القيم **هي**:(**النشار ،2006،ص99-103)**

أ.**القيمة الإسمية**: وهي القيمة التي تبين في السهم، أي القيمة التي تدون في الصك الذي يعطـــى لمالك السهم، والتي دفعت من المساهم لامتلاك السهم، والحكم الشرعي لهذه القيمة جائز شرعاً، لأن الأصل أن يكون الصك التي يثبت حصة الشريك في رأس المال مطابقاً للمبلغ الذي تم دفعه من قبل المساهم.

ب.**قيمة الإصدار**: وهي القيمة التي يصدر بها السهم عند التأسيس أو عنـــد زيـــادة رأس المـــال مضافاً إليها مصاريف و علاوة الإصدار(*)، والحكم الشرعي لهذه القيمة هي الجوا، إذ لا يوجـــد ما يمنع من إضافة ما تحتاجه الشركة من مصروفات إلى قيمة السهم.

ج.**القيمة الحقيقية**: و هو النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أمـــوال الـــشركة بعـــد حـــسم ديونها، وإعطاء القيمة الحقيقية أمر يقره الفقه الإسلامي، وحسب ما تحققه الشركة من أربـــاح أو خسائر،تؤثر في القيمة الحقيقية للسهم.

د.**القيمة الـــسوقية**: وهي قيمة السهم في السوق المالي بحسب العرض والطلـــب والمـــضاربات والظروف السياسية والاقتصادية، واعتبار هذه القيمة وتداول الأســـهم علـــى ضـــوئها أمـــر لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية، حيث يجوز عرض الأسهم للبيع بأقل أو أكثر من قيمتها الإسمية وحسب سعر السوق.

سادساً:أنواع الأسهم من حيث التصويت:

و تنقسم الأسهم وفقاً لهذا الاعتبار **إلى** :

1. **أسهم مصوتة**: وهي الأسهم التي تجمع بـــين حقـــوق الملكيـــة، وحـــق الإدارة والتـــصويت والانتخاب، وهي جائزة شرعاً.

2.**أسهم غير مصوتة**: وهي الأسهم التي تمثل حقوق المشاركة في أربـــاح المـــشروع، دون أن يكون لمالكيها حق الإدارة أو التصويت أو الانتخاب أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، وهـــذا النوع من الأسهم غير جائز شرعاً.(**البرواري،2002،ص96)**.

سابعاً: أنواع الأسهم من حيث المنح أو عدمه:

و تنقسم الأسهم وفقاً لهذا الاعتبار **إلى**:

1.**أسهم يدفع صاحبها قيمتها.**

(*) عندما يباع السهم بأكثر من قيمته الاسمية (القيمة الاسمية للسهم + مصاريف علاوة الإصدار)

2.**أسهم منح**: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً في حالة زيادة رأس مال الشركة في حال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة، أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، و يتم توزيعها بصورة تتناسب مع مقدار الأسهم، وهذا النوع من الأسهم جائز شرعاً ما دام المنح يتم بالتناسب مع مقدار الأسهم، إذن هذا المال حق المساهمين، فلهم الحق في الحصول عليه بأي طريق مشروع.(**القرة داغي،1990،ص562**).

جدول رقم (1-2)

جدول توضيحي بأنواع الأسهم والحكم الشرعي لكل نوع

اعتبارات التقسيم	أنواع الأسهم	الحكم الشرعي
1.وفقاً للشكل القانوني	1. أسهم اسمية	الجواز
	2. أسهم لحاملها	عدم الجواز
	3. أسهم لأمر	الجواز
2.وفقاً للحقوق الممنوحة لمالكيها	1. أسهم عادية	الجواز
	2. أسهم ممتازة	عدم الجواز
	أ- ممتازة بنسبة ثابتة من الربح	عدم الجواز
	ب- ممتازة بأولوية التصويت	عدم الجواز
	ت- ممتازة بأولوية الاكتتاب	الجواز
	ث- ممتازة بأولوية استرداد القيمة	عدم الجواز
	3. أسهم مؤجلة	عدم الجواز
3.وفقاً للحصة المدفوعة	1. أسهم نقدية	الجواز
	2. أسهم عينية	الجواز (الرأي الراجح)
4.وفقاً لحق الاسترداد و الاستهلاك	1. أسهم رأس المال	الجواز
	2. أسهم التمتع	عدم الجواز أو الجواز بشروط
5.وفقاً لحق التصويت	1.أسهم مصوتة	الجواز
	2.أسهم غير مصوتة	عدم الجواز
6.وفقاً لقيمتها	1. القيمة الإسمية	الجواز
	2. قيمة الإصدار	الجواز
	3. القيمة الحقيقية	الجواز
	4. القيمة السوقية	الجواز
7.وفقاً لحق المنح أو عدمه	1.أسهم يدفع قيمتها صاحبها	الجواز
	2.أسهم منح	الجواز

المصدر: إعداد الباحث بالرجوع إلى عدة مراجع مختلفة

المطلب الثالث

إصدار وتداول الأسهم في ميزان الفقه الإسلامي

أولاً: حكم التعامل بالأسهم في نظر الشريعة الإسلامية:

اختلف الفقهاء المعاصرون في حكم التعامل بالأسهم الصادرة من شركات المساهمة تبعاً لاختلاف حكم الشركات المساهمة على القولين: **(شبير،2001،ص206)**

القول الأول: إباحة الشركات المساهمة العامة و كذلك الأسهم الصادرة منها.

القول الثاني: تحريم شركة المساهمة.

لكل فريق من الفريقان الأدلة الفقهية التي استند عليها في الإباحة أو التحريم، ولكن لسنا بصدد الخوض في الاختلافات الفقهية وأدلة ومناقشة أدلة كل فريق، ونكتفي بعرض الرأي الراجح في المسألة.

1.إصدار الأسهم:

عند إنشاء شركة مساهمة عامة، يتم تقسيم رأس مالها إلى أسهم ذات قيمة إسمية متساوية، وتطرح هذه الأسهم للاكتتاب العام(*)، وإذا كانت الشركة قائمة، وأرادت زيادة رأس مالها، فيتم ذلك عن طريق الاكتتاب الخاص أي بعرض أسهمها على أفراد محدودين كالمساهمين القدامى، وتسمى هذه العملية السوق الأولية.**(البرواري،2002،ص103).**

2. تداول الأسهم:

يعد التداول من الخصائص الجوهرية للسهم، وهي العملية اللاحقة لإصدار الأسهم، وتتم هذه العملية في السوق الثانوية، ويقصد بالتداول هو إمكانية انتقال ملكية السهم من شخص "البائع" لأخر"المشتري" بإحدى الطرق **التالية**:

1. **التسجيل:** أي القيد في سجل المساهمين بالشركة يتم التداول بالأسهم الإسمية .
2. **بالحيازة الفعلية:** ويكون ذلك بالتسليم المادي، وهذا في الأسهم لحاملها.
3. **التظهير:** وهي طريقة تداول الأسهم لأمر بنقل ملكية السهم بالكتابة على ظهر السهم.

(*) يقصد بالاكتتاب عمل إداري يتم بمقتضاه انضمام المكتتب إلى الشركة تحت التأسيس مقابل الإسهام في رأس المال الشركة بعدد معين من الأسهم المطروحة.**(النشار ،2006،ص111)**

أو الاكتتاب : هو امتياز قصير المدى لشراء عدد من الأسهم الإضافية التي تصدرها الشركة بسعر اكتتاب معين ،غالباً ما يكون منخفضاً **(معجم المصطلحات المالية ،ص92)**

حكم إصدار وتداول الأسهم في الفقه الإسلامي:

اختلف الفقهاء والباحثون المعاصرون في حكم إصـــدار وتـــداول الـــسهم علـــى **رأيـــين**: **(القرة داغي،1990،ص176)**

الرأي الأول: جواز إصدار و تداول الأسهم ، وهو ما ذهب إليه جمهور الفقهاء.

الرأي الثاني: عدم جواز إصدار و تداول أسهم الشركات المساهمة العامة.

الرأي الراجح: جواز إصدار وتداول الأسهم في إطار من الضوابط **التالية**:

1. الضوابط الشرعية:

جواز تداول الأسهم ليس على إطلاقه بل هناك ضوابط للتعامل بها، يمكن إجمالهـــا فيمـــا **يلـــي**: **(شبير،2001،ص169-173)**

1. أن لا تكون الأسهم من النوع المحرم شرعاً كالأسهم الممتازة.
2. أن لا يترتب على التعامل بها أي محظور شرعي، كالربا والغرر والجهالة.
3. أن تكون صادرة عن شركة تتوفر فيها قواعد وأسس المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر.
4. أن تكون طبيعة نشاط الشركة مباحاً فالشركات الإنتاجية والخدمية التي تعمل في إنتاج ســلعة محرمة كالخمور أو لحم الخنزير، فلا يجوز التعامل بأسهمها، وكذلك الشركات التي تقدم خدمات محرمة كالدعارة والسحر والشعوذة أيضاً لا يجوز التعامل بأسهمها.

2. **الضوابط القانونية**:

هناك ضوابط قانونية لتداول الأسهم يمكن إجمالها فيما **يلي**:**(فياض،1998،ص199)**

1. لا يجوز تداول الأسهم العينية وأسهم المؤسسين إلا بعد نشر الميزانيـــة وحـــساب الأربـــاح والخسائر عن سنتين كاملتين من تاريخ قيد الشركة في السجل التجاري.
2. لا يجوز تداول الأسهم النقدية إذا كانت عملية الاكتتاب بأكثر من قيمتها الإسمية إلا بعد نشر الميزانية عن سنة كاملة.
3. لا يجوز تداول أسهم أعضاء مجلس الإدارة طوال عضويتهم في الـــشركة لـــضمان حـــسن الإدارة وعدم إساءة استخدام أموال المساهمين.
4. للمساهمين القدامى حق الأولوية على المساهمين الجدد في شراء الأسهم المتنازل عنها.
5. لمجلس الإدارة حق أولوية في شراء الأسهم المتنازل عنها أو إلغائها بقصد منع دخول غرباء في الشركة.

و هذه الضوابط لا تتعارض مع الفقه الإسلامي ،مادام القصد الحفاظ على مصلحة الـــشركة والمحافظة على حقوق المساهمين.

ثانياً : حكم التعامل باسهم الشركات وفقاً لطبيعة نشاط الشركة:

الأصل في شركات المساهمة الجواز ما لم يكن نشاطها حرام، وتختلف الشركات في نشاطها ومجالات أعمالها ، وبناءً على ذلك لا يكون حكم التعامل بأسهمها واحد، بل لكل شركة حكمها الشرعي وفقاً لنوع النشاط، ويمكن تقسيم الشركات وفقاً لطبيعة النشاط **إلى** : **(البرواري،2002،ص113)**

1. **شركات تقع عملياتها في دائرة المباح**، ويجوز التعامل بأسهمها بلا خلاف .
2. **شركات تقع عملياتها في دائرة الحرام** كالبنوك الربوية وشركات صنع الخمور، وهذه يحرم التعامل بأسهمها باتفاق الفقهاء.**(قرار مجمع الفقه الإسلامي،رقم 7/1/65، 1992)**
3. **شركات تقع عملياتها في دائرة الشبهات،** وهي شركات إنتاج سلع وخدمات مشروعة، و لكنها تتعامل في بعض عملياتها بالحرام، كأن تمول عملياتها بالاقتراض الربوي، واختلف الفقهاء بشأن هذه الشركات على **قولين:**

القول الأول : حرمة التعامل معها ما دام أن الشركة لا تقوم على المباح المحض. **(قرار مجمع الفقه الإسلامي،رقم 7/1/65، 1992).**

القول الثاني : جواز التعامل معها بضوابط شرعية وفقاً للقواعد والنصوص الفقهية المبنية على عموم الشريعة ومبادئها في اليسر ورفع الحرج ومن تلك النصوص والقواعد **ما يأتي**: **(القرة داغي،1990،ص109).**

1. اختلاط جزء محرم لا يجعل مجموع المال حراماً، مع التفرقة ما بين ما هو حرام لذاته كالخمر وما هو محرم لغيره كأخذ المال غصباً.
2. قاعدة " يجوز تبعاً ما لا يجوز استقلالاً " ففي هذه الشركات وإن كانت فيها نسبة بسيطة من الحرام ،ولكنها جاءت تبعاً وليست أصلاً مقصوداً.
3. قاعدة التغليب" للأكثر حكم الكل".
4. قاعدة " الحاجة تنزل منزلة الضرورة ".
5. جواز معاملة غير المسلم مع وجود شبهة في ماله.

و بناءاً على ما تقدم من القواعد والنصوص الفقهية، فقد أجاز الفقهاء التعامل بأسهم الشركات التي تقع عملياتها في دائرة الشبهات قيد الالتزام بالضوابط **التالية**:**(الزحيلي،2002،ص379).**

أ. جواز التعامل بأسهم الشركات الحيوية التي تؤدي خدمات عامة للناس، ويقع الناس في حرج و مشقة نتيجة انهيارها ولا يشمل الحكم الشركات التي تتعامل بالربا وليست حيوية.

ب. أن يكون الهدف وراء شراء أسهم تلك الشركات تغيير ها نحو المباح المحض.
ج. لا يجوز للمساهم الانتفاع بالمال الحرام الذي دخل في عوائد الشركة بل ينبغي تقـــديره بمـــا يظن انه يعادل ما نشأ من التعامل بالربا ،و التخلص منه بصرفه في وجوه الخير.
د. أن يكون النشاط الجوهري للشركة حلالاً وأن يكون قد أسست على القواعد الشرعية للشركة.
ه. أن يكون الاشتراك في أسهم شركة معروفة، ومعلومة النشاط بحيث تتضح ســـلامة تعاملهـــا بمعرفة النشاط الأساسي الذي تمارسه.
و. أن يكون المشترك في مثل هذه الشركات، ليست أمامه أية وسيلة أخرى مضمونة لاســـتثمار أمواله، فإن توفرت أمامه فرصة للاستثمار الحلال الخالص ، فلا يجوز له الاشتراك فـــي هـــذه الشركات.

والخلاصة أن أسهم الشركات التي تمتنع عن مزاولة أي نشاط محرم، وتتوفر فيها قواعـــد الشركة من المشاركة في الأعباء، و تحمل المخاطر ،و ليس لها ميزة مالية على غيرها... فهـــي مباح، ويجوز التعامل بها، لأنها في حدود التصرفات المباحة التي أجازها الشارع للمالـــك فـــي ملكه امتثالاً لقوله "وأحل الله البيع" (**البقرة،275**).

المبحث الثاني

السندات و تداولها في ميزان الفقه الإسلامي

المطلب الأول

السندات (مفهومها وخصائصها والاختلاف بينها وبين الأسهم)

أولاً: مفهوم السندات:

السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة أو المؤسسات أو الدول و هي"الصكوك القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو المؤسسات ويمثل هذا الصك قرضاً طويل الأجل يعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام "(**الحناوي وآخرون ،2002،ص97**)

وفي تعريف أخر للسند "صك قابل للتداول ، ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة، واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاء مدة القرض"(**حنفي،2002،ص153**).

وفي تعريف جامع للسندات"السندات صكوك متساوية القيمة، وتمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حامليها فيما قدموه من مال، أو اقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها، وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية"(**رضوان،1996،ص291**)

ثانياً: خصائص السندات:

تتميز السندات بعدة خصائص هي كما **يأتي**: (**هندي،2003،ص365**)

1. تمثل السندات ديوناً في ذمة الجهة المصدرة لها(حكومة-شركة-مؤسسة)،وحاملها يكون دائناً لتلك الجهة.
2. السندات قابلة للتداول كالأسهم، بطريقة القيد أو التسليم.
3. السندات صكوك متساوية القيمة، وتصدر بالقيمة الإسمية، ولا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة المصدرة لها، ولحامليها حق استيفاء قيمتها من الجهة المصدرة قبل حاملة الأسهم .
4. للسندات اجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيراً أو متوسطاً أو طويلاً.
5. يعطي السند لحامله حقين أساسيين:حق الحصول على فائدة ثابتة، و حق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق.

ثالثاً: أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات:

تتشابه الأسهم والسندات في عدة خصائص عامة، فلكل منهما قيمة إسمية ، وقيمة سوقية، وكلتاهما قابلة للتداول والتعامل، وتتأثرا أسعارهما في السوق تبعاً لقوة العرض والطلب، و تختلف السندات عن الأسهم من عدة وجوه: **(التميمي و سلام،2004،ص131-130)**

جدول رقم (2-2)

جدول توضيحي يبين الفرق بين الأسهم والسندات

السهم	السند
1.صك يمثل جزء من رأس المال.	1.صك يمثل جزء من قرض، ولا تدخل قيمته في رأس المال.
2.حامله شريك (أداة ملكية).	2. حامله دائن وليس شريك (أداة دين).
3.يصدر قبل التأسيس وبعده.	3.يصدر بعد التأسيس لتوسيع الأعمال.
4. لحامله الحق في الحضور و التصويت في الجمعية العمومية.	4.ليس لحامله الحق في الحضور و التصويت في الجمعية العمومية.
5.قد يفقد المساهم حصته بسبب ديون الشركة، أو إفلاسها (يتحمل مخاطر الإفلاس).	5.صاحب السند لا تقع عليه أية أخطار، وحصته مضمونة.
6.لحامل السهم الحق في الأرباح الايرادية.	6.لصاحب السند حق في فائدة ثابتة لا تتغير ربحت الشركة أو خسرت.
7.لا تسترد إلا عند تصفية الشركة.	7.للسند وقت محدد لسداده.
8.إصدار السهم وسيلة للتمويل من أصحاب المشروع.	8.إصدار السند وسيلة للتمويل بالاقتراض من الغير.

المطلب الثاني

أنواع السندات و حكم التعامل بها

يمكن تقسيم السندات لأنواع كثيرة ومتنوعة، وفقاً لاعتبارات عديدة ومختلفة نذكر من هذه التقسيمات: (**خريوش و أرشيد ،1995،ص153**)

أولاً: تقسيم السندات وفقاً لجهة الإصدار :

1. **سندات حكومية (سندات القطاع العام)**:

و هي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام وتمثل قروضاً تحصل بموجبها الدولة على الأموال اللازمة لتمويل عمليات في مجال التنمية الاقتصادية أو حتى تمويل نفقاتها، وتعتبر السندات التي تصدرها الدولة أكثر أماناً وأقل مخاطرة بالنسبة للمستثمر من السندات الأهلية، بالإضافة إلى أنها أكثر سيولة و معفاة من الضرائب. ومن التقسيمات الفرعية للسندات الحكومية الأنواع **التالية** :**(Brigham, Ehrhardt,2005,P279)**

ا. **سندات الخزينة**: عبارة عن سندات تصدرها الحكومة وتتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر إلى عام ، وهذه السندات لا تحمل فائدة إنما تباع بخصم معين عن القيمة الإسمية.

ب. **شهادات الخزانة**: وهو تعهد بدفع مبلغ معين من المال إضافة إلى فائدة محددة في تاريخ معين ولا تتجاوز مدتها العام.

ج. **سندات البلدية**: وهي السندات التي تصدرها هيئة حكومية أو تصدرها البلديات أو الإدارات المحلية، وتكون أرباحها معفاة من ضريبة الدخل.

د. **سندات حكومية بعملات أجنبية**: سندات يصدرها البنك المركزي وتسمى سندات التنمية الوطنية، وهي تباع على نطاق واسع في الأسواق الدولية.

ه. **شهادات الاستثمار**: تصدر البنوك في بعض الدول سندات دين لصالح الحكومة.

2. **سندات أهلية (سندات القطاع الخاص)**:

و هي التي تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العامة في القطاع الخاص لتمويل مشاريعها، وأهم ما يميز تلك السندات عن السندات الحكومية هي أنها بمعدلات فائدة أعلى، ولكن في المقابل أكثر مخاطرة من مثيلتها الحكومية. وتنقسم هذه السندات إلى عدة أقسام حسب اعتبارات مختلفة نذكر منها ما **يأتي**: (**البرواري،2002،ص131-130**)

1. **وفقاً لقيمة الاستحقاق**: تنقسم السندات الأهلية وفقاً لقيمة الاستحقاق إلى **قسمين**:

أ. **سندات ذات قيمة استحقاق ثابتة(سندات عادية)**: وهي سندات ذات قيمة واحدة، تعطى عليها فوائد ثابتة، فضلاً عن قيمتها عند نهاية مدة القرض.
ب. **سندات ذات قيمة استحقاق بعلاوة إصدار**: وهي سندات تصدر بقيمة إسمية معينة تكون أعلى من القيمة النقدية عند الاكتتاب، ويكون الفرق بين القيمتين علاوة الإصدار.

2. **وفقاً لوجود الضمانات**: تنقسم السندات الأهلية وفقاً لوجود الضمانات إلى **قسمين**:
أ. **سندات مضمونة**: وهي سندات عادية تصدر بقيمة إسمية، تدفع عند الاكتتاب، وتحسب الفوائد على أساسها، إلا أنها مصحوبة بضمان شخصي مثل كفالة الحكومة أو إحدى البنوك، أو بضمان عين مرهون بأصل ثابت كالأرض أو العقار.
ب.**سندات غير مضمونة**: وهي سندات عادية غير مصحوبة بضمان بأصول ثابتة معينة، و عائدها عادة أعلى من السندات المضمونة.

3. **وفقاً لحق الاسترداد**: تنقسم السندات الأهلية وفقاً لحق الاسترداد إلى **قسمين**:
أ. **سندات النصيب**: وهي سندات تصدر بقيمة إسمية، وتحدد الشركة لحامها فائدة بتاريخ استحقاق معين، ولا تسترد قيمة هذه السندات عند الخسارة.
ب. **سندات النصيب بدون فائدة**: وهي السندات التي يسترد حاملها رأس ماله في حال الخسارة بخلاف سندات النصيب(ذات الفائدة).

4. **وفقاً لقابلية التحويل**: تنقسم السندات الأهلية وفقاً لقابلية التحويل إلى **قسمين**:
أ. **السندات القابلة للتحويل**: وهي سندات تعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم أو سندات أو كليهما.
ب. **سندات غير قابلة للتحويل**: وهي السندات التي لا تعطي صاحبها حق التحويل إلى أسهم أو سندات.

جميع ما سبق من أنواع للسندات يندرج تحت التصنيف باعتبار الجهة المصدرة للسند، وفيما يلي تصنيفات أخرى حسب اعتبارات معينة.

ثانياً: تقسيم السندات شكلياً :
حيث تنقسم السندات شكلياً إلى **قسمين**:
1. **سندات إسمية**: وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل من شخص إلى آخر من خلال عمليات التداول في سوق الأوراق المالية بطريق التسجيل.
2. **سندات لحامله**: وهي السندات التي لا تحمل اسم صاحبها، وتنتقل ملكيتها بطريقة الاستلام

ثالثاً : تقسيم السندات من حيث الأجل:

تنقسم السندات من حيث الأجل إلى ثلاثة **أنواع**: **(حنفي،2002،ص161)**

أ. **سندات قصيرة الأجل** : وهي السندات التي لا تتجاوز مدتها العام الواحد، ويتم تداولها في سوق النقد، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة وانخفاض درجة المخاطرة

ب. **سندات متوسطة الأجل:** وهي السندات التي يزيد اجلها عن عام ولا يتجاوز 7 أعوام، وتكون معدلات الفائدة عليها أعلي من السندات قصيرة الأجل.

ت. **سندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد اجلها عن 7 أعوام، وتتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي على السندات قصيرة متوسطة الأجل.

رابعاً: تقسيم السندات وفقاً لقابلية الاستدعاء أو الاستهلاك:

تنقسم السندات من حيث قابلية الاستدعاء و الاستهلاك إلى **قسمين**:

أ. **سندات قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون للجهة المصدرة لها الحق في استدعائها أو استهلاكها قبل انقضاء الأجل، وهذه السندات تصدر عادة بعلاوة استدعاء.

ب. **سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون لصاحبها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة لها استدعاء السند للاستهلاك لأي سبب من الأسباب.

خامساً: تقسيم السندات وفقاً لطريقة سداد الفائدة والعائد:

و تنقسم السندات حسب هذا التصنيف **إلى**:**(رضوان ،1996،ص296-298)**:

1. **سندات عادية:** وهي التي تتيح لصاحبها الحصول على فائدة ثابتة خلال مدة القرض.
2. **سندات مشاركة في الأرباح:** وهي التي تخول صاحبها الحق في الحصول على نسبة من الأرباح المحققة.
3. **سندات المقارضة الإسلامية:** ويطلق عليها سندات المضاربة الإسلامية وهي كبديل للأدوات الربوية في سوق رأس المال.
4. **سندات ذات عائد متزايد لأجل:** وهي السندات التي تصدر بأسعار فائدة غالباً ما تكون منخفضة عن المستوى المتاح في الأسواق المالية، إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجياً إلى أن يصل في تاريخ معين لمعدل سعر الفائدة.
5. **سندات ذات عائد معوم:** وهي السندات التي يجري تحديد سعر الفائدة لها على أساس الليبور(*) (Libor)

(*) الليبور: تحديد سعر الفائدة للسندات وفقاً لمتوسط أسعار و ودائع بنوك لندن

6. **سندات ذات عائد متغير**: هي السندات التي يتغير فيها سعر الفائدة صعوداً أو هبوطاً، ولكنها تختلف عن السندات ذات الفائدة المعومة حيث أن سعر الفائدة لا يرتبط بسعر الليبور.
7. **سندات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار**: وهي السندات التي تتغير فيها سعر الفائدة صعوداً أو هبوطاً حسب التغير في مستوى الأسعار.
8. **سندات الدخل**: هي السندات التي تخول صاحبها الحق في الحصول على فائدة ثابتة ولكن بشرط تحقيق الشركة المصدرة فائض في الأرباح تغطي الفائدة.

جدول رقم (3-2)

جدول توضيحي بأنواع السندات حسب التقسيمات المختلفة

أساس التقسيم	أنواع السندات
تقسيم السندات وفقاً لجهة الإصدار	1.سندات حكومية أ- سندات الخزينة ب- شهادات الخزانة ت- سندات البلدية ث- سندات حكومية بعملات أجنبية ج- شهادات الاستثمار 2.سندات أهلية أ- ذات قيمة استحقاق ثابتة- ذات قيمة استحقاق بعلاوة إصدار ب- مضمونة – غير مضمونة ت- قابلة للتحويل – غير قابلة للتحويل ث- سندات النصيب- سندات النصيب بدون فائدة
تقسيم السندات شكلياً	1.سندات إسمية 2.سندات لحامله
تقسيم السندات من حيث الأجل	1.قصيرة الأجل 2.متوسطة الأجل 3.طويلة الأجل
تقسيم السندات وفقاً لقابلية الاستدعاء و الاستهلاك	1.قابلة للاستدعاء 2.غير قابلة للاستدعاء
تقسيم السندات وفقاً لطريقة سداد الفائدة والعائد	1.سندات عادية 2. مشاركة في الأرباح 3.المقارضة الإسلامية 4.ذات عائد متزايد لأجل 5.ذات عائد معوم 6.ذات عائد متغير 7.مرتبطة بمستوى الأسعار 8.سندات الدخل

المصدر: إعداد الباحث من عدة مراجع مختلفة

ثانياً:حكم التعامل بالسندات :

اختلف الفقهاء المعاصرون في حكم التعامل بالسندات على ثلاثة **أقوال**:

القول الأول: تحريم جميع أنواع السندات، وهذا ما ذهب إليه غالبية الفقهاء.

القول الثاني: إباحة تداول بعض أنواع السندات .

القول الثالث: الإباحة المقيدة بأسباب تبررها.

الرأي الراجح :

بعد عرض أراء الفقهاء المعاصرين في حكم إصدار وتداول السندات من بين محـــرم لهـــا مطلقاً، ولجميع أنواعها، ومبيح لها بشروط، ومجيز لأنواعها المختلفة، يؤيـــد الباحـــث تـــرجيح الرأي القاضي بأن جميع أنواع السندات التي مر ذكرها محرمة شرعاً ما دامت تـــصدر بفائـــدة ثابتة و محددة، وتسترد قيمتها في مواعيد استحقاقها، سواء كانت الجهة المصدرة لها شـــركة أم حكومة، باستثناء سندات المقارضة الإسلامية، والتي قدمها مفكروا الإسلام المعاصـــرين بـــديلاً لأدوات التمويل الربوي. **(قرار مجمع الفقه الإسلامي ، رقم 6/11/62، 1990)**

المطلب الثالث

البدائل الشرعية للسندات

أن إجماع الفقهاء المعاصرين على اعتبار السندات " قروض ربوية " تقع في دائرة الحرام ، اقتضى منهم توفير البديل الذي يحقق الغرض بعيداً عن الأضرار التي تقترن بـذلك المحـرم، ويبعد الناس عن الوقوع فيه.

إذ أن إيجاد البدائل الإسلامية للسندات من الضرورات الشرعية والاقتصادية، وذلك لإخراج المسلمين من دائرة الربا المحرمة، ولجذب أموال المسلمين المحجمين عن التعامل في السـندات المحرمة للاستفادة منها في التنمية، وهناك صيغتان رئيسيتان للبدائل الشرعية:

الأولى: القرض الحسن.

الثانية: المشاركة في الأرباح والخسارة، طبقاً لقاعدة الغنم بالغرم.

إن طرح واختيار صيغة من صيغ البدائل الشرعية تعتمد على نوع المعاملة أو المـشروع أو الحاجة، فإذا كانت الجهة المحتاجة إلى المال هي الحكومة أو أي جهة تقـدم خدمـة عامـة للمجتمع، وذلك لسد عجز الميزانية أو لسد نفقات المرافق العامة من تعليم و صحة ونحوه مما لا يدر ريعاً، فيمكن طرح عدة بدائل **منها**:(**شبير،2001،ص227**):

1. القرض الحسن من الأفراد
2. تعجيل الزكاة
3. الحض على بذل التبرعات والإنفاق في سبيل الله
4. فرض ضرائب استثنائية

و أما إذا كانت الجهة شركة أو مؤسسة تريد زيادة رأسمالها لتوسيع مشاريعها، فيمكن توفير هذا التمويل عن طريق:

1. الاكتتاب باسهم جديدة.
2. إنشاء مشاركات جديدة.

و قد عرض الباحثون في هذا المجال مجموعة من الصيغ البديلة للسندات المحرمة **وهي**: (*)

(*) مجموعة الأبحاث المقدمة إلى مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة بجـدة فـي المملكـة العربيـة السعودية من 17 إلى 23 شعبان 1410 الموافق 14-20 آذار /مارس 1990 في بحثه بشأن الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي.

1.**سندات المقارضة أو صكوك المضاربة**: (*)

وعرفت بأنها"وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح، ويحصل مالكوها علـــى نـــسبة محددة من أرباح المشروع، ولا تنتج هذه السندات أي فوائد، وتكفل الحكومة تسديد قيمة السندات الإسمية الواجب استهلاكها بالكامل في المواعيد المقررة، وتصبح المبالغ المدفوعة لهذا الـــسبب قروض ممنوحة للمشروع من دون فائدة مستحقة الوفاء فور الإطفاء الكامل للسندات".

وتقوم سندات المقارضة على العناصر **الآتية**:(**الزحيلي،2002،ص387-388**)

1. تمثل سندات المقارضة حصص شائعة في رأس مال المضاربة متساوية القيمة، وحامل السند مالك لحصة شائعة في المشروع.
2. الاكتتاب في هذه السندات إيجاب، وموافقة الجهة المصدرة قبول، وذلك كالإيجاب والقبول في عقد المضاربة، لابد في الحالين من مراعاة شروط صحة المضاربة كالعلم برأس المال ونـــسبة توزيع الأرباح.
3. هذه السندات قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.
4. يسترد صاحب السند قيمته تدريجياً من صافي أرباح الجهة المصدرة، بحيث تخصص نـــسبة منها لاستهلاك قيمة السند الأصلية، ولكن يجب أن يتم ذلك شرعاً بحسب القيمة السوقية للسند لا القيمة الإسمية.
5. يضمن طرف ثالث كالدولة رأس مال المكتتبين بحيث لا يتعرضون للخـــسارة، ويحـــصلون على أموالهم كاملة، سواء ربح المشروع أم خسر، تشجيعاً للاكتتاب في هذه السندات.

وقد عرض هذا البديل على مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة وجاء فـــي قراره أن الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجه عام، لا بد أن تتوفر فيهـــا العناصـــر **الآتية**:(**قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 5، 1988**).

1. أن يمثل صك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه وتمويله.
2. لابد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد المضاربة.

(*) المقارضة مأخوذة من القراض، وهو العقد المعروف بالمضاربة، والتي تقوم على أساس أن يكون المال من شخص و العمل منة شخص آخر، على أن يكون الربح بينهما بحسب الاتفاق والخسارة علـــى صـــاحب رأس المال، وسميت بالقراض لأن صاحب المال يقتطع جزءاً، ويجعل حق التصرف فيه للعامل ، و العامـــل يقتطع جزءاً من الربح ويعطيه لصاحب المال(**شبير،2001،ص 231**).

3. أن تكون صكوك المضاربة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب.
4. أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها، وإقامة المشروع هو المضارب، أي عامل المضاربة ولا يملك من المشروع إلا بقدر ما يسهم به من شراء بعض الصكوك.و بهذه الضوابط اعتبر مجمع الفقه الإسلامي سندات المقارضة صكوك مضاربة شرعية.

الأنواع المختلفة لصكوك المضاربة:(**القرة داغي ،1990، ص417)**

1. صكوك المضاربة طويلة الأجل: تتراوح مدتها من عشر إلى عشرين سنة وتكون غير مخصصة لمشروع معين، وإنما تخول مستثمرها"المضارب" حق الاستثمار المطلق ويبين في كل سنة الأرباح التي تحققت أو الخسائر التي لحقت فينال كل صك حصته من الإرباح أو الخسائر.

2. **صكوك المضاربة لمشروع معين**: وتكون محددة بمدة حسب عمر المشروع، حيث يقسم ما يحتاج إليه المشروع على صكوك متساوية محددة القيمة تقوم بإصدارها جهة معينة كالبنك مثلاً ،ثم تطرح في الأسواق، ويقوم طرف ثالث بالوعد بالتبرع دون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في حال تعرض المشروع للخسارة، ويتفرع من هذا النوع عدة أنواع **مختلفة**:

- **صكوك المضاربة المستردة بالتدريج**: وذلك بأن ترد قيمة الصكوك مع أرباحها في مدة زمنية محددة كنسبة من قيمة الصك كل سنة مثلاً.
- **صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع**: وذلك بأن ترد قيمة الصكوك بالإضافة إلى الأرباح أو الخسائر إن وجدت في آخر المشروع.
- **صكوك المضاربة المنتهية بالتمليك**: ويكون ذلك برد قيمة الصكوك من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع.
- **صكوك المضاربة على شكل فئات متنوعة مثل 100 دولار أو أكثر أو أقل لمدة محددة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.**

2. شهادات الاستثمار الإسلامي:-

وتقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة فأصحاب الودائع أو الـــشهادات يمثلـــون رأس المال، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب، مع الاتفاق على نسبة الربح وتحمـــل رب المـــال الخسارة، وتصدرها المصارف والمؤسسات المالية لتمويل تجارة الدول الإسلامية، ولا يقل أجلها عن عام، هي **نوعان** :(**الأخوة،1990، ص681**).

أ. **شهادات الاستثمار المخصص(الإصدار الأساسي)**: وهي مجموع الشهادات التي تصدر عنـــد تأسيس المحفظة الاستثمارية، وتقتصر ملكيتها على البنوك أو المؤسسات المالية الإسلامية.

ب. **شهادات الاستثمار العام (الإصدارات اللاحقة):** وهي مجموع الشهادات التي تـصدر بعـد تأسيس محفظة الاستثمار، وتطرح للاكتتاب العام وهذه الشهادات تمتاز بإمكانية تسييلها.

3. صكوك المشاركة:

إن فلسفة الاقتصاد الإسلامي في صكوك المشاركة تقوم على أساليب المـشاركة بمختلـف صورها من المشاركة بالأموال، ثم المشاركة الحقيقية في الأربـاح أو الخـسائر أو المـشاركة بالمال من جانب والعمل والخبرة من جانب آخر، وهذا الأساس في المشاركة يعطـي الـضمان لتقليص خطر التعرض للخسارة ، وهو صورة من صور التكافل والتعاون من خلال تخـصيص جزء معين من أرباح الشركة للمخاطر وبذلك يتنازل المساهمون عن نصيب ضئيل من أرباحهم لتغطية الخسارة التي تلحق بعض الصفقات في بعض السنوات.

ولكن المشكلة من الناحية الشرعية تظهر بالنسبة للمودعين المستثمرين، حيث أن هـؤلاء لا يتحملون الخسارة إلا بقدر الخسارة التي تحققت لأموالهم وحسب سـنوات المـشاركة، ولـذلك فالعلاج يمكن أن يتم في أحدى الصور التالية:**(القرة داغي،1990،ص423)**.

1. أن يعد طرف ثالث بالتبرع لمثل هذه الخسارة إن تحققت كما في صكوك المضاربة .
2. أن يتم تحديد مشروع معين يشترك فيه المضاربون ويلتزمون بالمدة المحـددة لـه وحينئـذ يتفقون على تخصيص جزء من الأرباح لمثل هذه المخاطر، ثم يتم توزيع الأرباح جميعاً بما فيها الاحتياطي على الجميع حسب النسب المتفق عليها.

ومن الصور المطبقة لصكوك المشاركة:

أ. **صكوك المشاركة في مشروع معين:** والإدارة لمصدرها، أو لجهة أخرى بنسبة من الإرباح.

ب.**صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة:** ولها عدة صور: صكوك المشاركة المـستردة بالتدريج و المستردة خلال زمن محدد، والمنتهية بالتمليك.

4. صكوك الإيجار: ولها صورتان:

أ.**صكوك الإيجار المتناقصة:** وهي شهادات تشبه شهادات الاستثمار المخصص، ولكنها تختلـف عنها في أنها تمثل نوعاً من المساهمة المتناقصة، حيث تشمل أقساط الإيجـار أربـاح المـؤجر إضافة إلى استهلاك رأس المال، وعلى هذا فأن شهادات الإيجار هذه سوف تصفى تدريجياً حتـى تنتهي تماماً مع أخر الأقساط .

ب. **صكوك الإيجار الثابتة:** وهي شهادات إيجار غير متناقصة القيمة تقدم كاملها معـدل ربـح أعلى من الشهادات المتناقصة نتيجة لإمكان إعادة استثمار الأقساط المدفوعة، وذلك لأن الجهـة

التي تصدرها مثل المصارف والمؤسسات المالية والإنتاجية والتجارية تستثمر حصيلة الأقساط المدفوعة في عقود إيجارات جديدة.

5. سندات الخزينة المخصصة للاستثمار الإسلامي:

و تقوم فكرة إصدارها على الأسس و القواعد **التالية**:(**حمود، 1998،ص 23)**

1. إصدار سندات الخزينة للمشاركة في المشاريع المنتجة للدخل، وذلك على أساس بيع المشروع المعين مقابل إعطاء سندات تمثل حصص امتلاك وانتفاع بريع المشروع.

2. إصدار الخزينة الإيجارية لمشاريع مملوكة لمؤسسات وشركات مساهمة ذات نفع عام باعتبار أن هذه السندات تمثل حصص امتلاك قابلة للتأجير.

3. إصدار سندات الخزينة بطريق السّلم(*)، وذلك على أساس بيع الإنتاج في المستقبل مع تنظيم بيوع السلم الأول والبيوع الموازية من أجل الموازنة بين الكميات المسلم فيها بالبيع والمطلوبة بالشراء مع مراعاة القواعد الشرعية فيها من حيث المشاركة و عدم ضمان المصدر لرأس المال (أي وجود مخاطرة) وعدم تحديد أية نسبة من الفوائد، وإنما ربطها بالأرباح الحقيقة، إضافة إلى شروط عقد السلم من حيث المواصفات، وتسليم الثمن في مجلس العقد .

إن البدائل الشرعية للسندات، تبين أن الشريعة الإسلامية قادرة على إيجاد بدائل للاستثمار، ولديها القدرة على تنظيم وتداول الأسهم والسندات" الشرعية " المعروضة للبيع، وتوفر للمساهم أو لصاحب وديعة الاستثمار المرتبطة بمشروع محدد أن يحول أسهمه أو وديعته إلى سيولة متى احتاج إلى ذلك، وكذلك تمكين أصحاب الأموال السائلة الراغبين في الاستثمار أن يستثمروها في مشروعات يتوقعون ربحها دون الوقوع في الربا(أخذاً أو عطاءً).

(*) السلم في الاصطلاح الفقهي هو بيع آجل بعاجل، أو بيع شيء موصوف في الذمة بلفظ السلم أو السلف، وهو مستثنى من بيع المعدوم أو ما ليس عند الإنسان، وذلك لحاجة الناس إلى مثل هذا العقد،فالسلم نوع من البيوع يتأخر فيه المبيع (ويسمى المسلم فيه)، ويتقدم فيه الثمن (ويسمى رأس مال السلم)، فهو عكس البيع بثمن مؤجل. ويسمى البائع (المسلم إليه)، ويسمى المشترى (المسلم)، ويتفق الفقهاء على أن عقد السلم مباح شرعا لرفع الحرج عن الناس وتحقيق مصالحهم، فهو مشروع لينتفع ويرتفق به كل من البائع والمشترى.(**قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: 85 (9/2) ، 1995)** أما شروطه فأهمها: تسليم رأس المال للمسلم إليه في مجلس العقد وأن يكون المسلم فيه مما يمكن ضبطه بالوصف الذي تختلف فيه الأغراض، بحيث تنتفي الجهالة عنه، وأن يكون معلوم الجنس والنوع والقدر والصفة للمتعاقدين، وأن يكون المسلم ديناً أي شيئاً موصوفاً في الذمة غير معين، وأن يكون مقدوراً على تسليمه بأن يغلب على الظن وجود نوعه عندما يحين وقت استحقاقه وكذلك تعيين الأجل الذي يجب عنده تسليمه، وتعيين موضع تسليمه إذا كان الموضع الذي جاء العقد فيه لا يصح لذلك، أو كان يصلح للتسليم ولكن لنقل المسلم فيه إليه كلفة ونفقة. **(الفرفور،1990،ص 456).**

المبحث الثالث

حصص التأسيس

المطلب الأول

حصص التأسيس(مفهومها و خصائصها و أوجه الاختلاف بينها وبين الأسهم والسندات)

أولاً : مفهوم حصص التأسيس: (*)

يقصد بحصص التأسيس " الصكوك القابلة للتداول والتي تصدرها شركات المساهمة العامة بغير قيمة إسمية، وتمنح أربابها نصيباً في أرباح الشركة، وذلك مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة"**(فياض،1998،ص204)**.

و سميت بحصص التأسيس ، لارتباطها ببدايات تأسيس الشركة، فهي بمثابة مكافأة للمؤسسين على ما بذلوه من جهود في سبيل تأسيس الشركة، وعلى الرغم من ذلك يجوز للشركة أن تلغي حصص التأسيس أو أن تحولها إلى أسهم وسندات أو أن تعدل نظامها، ولكن لا يجوز أن تخرج أحد من المساهمين منها.

ثانياً : خصائص حصص التأسيس:

وتتميز حصص التأسيس بخصائص معينة تختلف عن السهم من ناحية، وعن السند من ناحية أخرى، وأهم هذه الخصائص **ما يلي**:**(هارون، 1999،ص258)**

1. حصص التأسيس لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة، لأن صاحب الحصة لم يقدم حصة في رأس المال بل أدى خدمات للشركة.
2. حصص التأسيس صكوك إسمية أو لحاملها ولكن ليست لها قيمة إسمية.
3. ليس لحامل حصص التأسيس حق في التصويت ،والمشاركة في إدارة الشركة.
4. لصاحب حصة التأسيس حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة، وهذا الحق معلق بوجود أرباح صافية.
5. حصص التأسيس قابلة للتداول وفقاً لتداول أسهم الشركة، فيحق لأصحابها بيعها والتنازل عنها تبعاً لما أذا كانت إسمية أو لحاملها.

(*) ظهرت حصص التأسيس لأول مرة سنة 1858م بمناسبة تأسيس شركة قناة السويس البحرية كوسيلة لشراء ذمم رجال السياسة و نتيجة لطبيعة الأهداف التي تسعى إليها حصص التأسيس ، و ما أدت إليه من نتائج بالغة السوء وقفت كثير من التشريعات منها موقف العداء**(فياض،1998،ص204)**

6. لا تصح تجزئة حصص التأسيس، فلا يملك الحصة الواحدة أكثر من مالك.
7. حصص التأسيس قابلة للإلغاء من قبل الشركة، وذلك لعدم مشاركة حامليها في رأس المـــال، ويكون ذلك مقابل تعويض عادل تحدده لجنة التقدير في الشركة وبعد مضي ثلث مدة الشركة.
8. ليس لحامل حصص التأسيس أي نصيب عند تصفية الشركة.

ثالثاً : أوجه الاختلاف بين حصص التأسيس و الأسهم والسندات:

حصص التأسيس وإن اتفقت مع الأسهم من حيث كونها قابلة للتداول بـــالطرق التجاريـــة، واستحقاق أرباح الشركة، وعدم تجزئتها، وكونها اسمية أو لحامله، إلا أن ثمة فـــروق جوهريـــة بينها وبين الأسهم.

الجدول التالي يوضح أهم الفروق الجوهرية بين الأسهم والسندات وحصص التأسيس .

جدول رقم (4-2)

جدول توضيحي لأوجه الاختلاف بين حصص التأسيس و الأسهم والسندات

الأسهم	حصص التأسيس	السندات
1.مشاركة في تكوين رأس المال	1.عدم مشاركتها في تكوين رأس المال.	
2. حاملها مساهماً في الشركة	2. حاملها لـــيس مـــساهماً فـــي الشركة.	
3. لها قيمة إسمية.	3. ليست لها قيمة إسمية.	
4. تخول حاملها الحق فـــي إدارة الشركة	4. لا تخول حاملها أي حق فـــي إدارة الشركة.	
5. لا يمكن إلغاؤهـــا مـــن قبـــل الشركة	5.يمكن إلغاؤها أيضا مـــن قبـــل الشركة.	
	6.حاملها له الحق في الحـــصول على نسبة غير ثابتة من الأرباح.	1. نسبة حصولها على الأربـــاح ثابتة.
	7.لا يعتبر حاملها دائناً للشركة.	2. حامله يعتبر دائناً للشركة.
	8.نسبة الأرباح معلقـــة بوجـــود أرباح صافية بعد توزيع نـــصيب المساهمين	3. حملة السندات لهم الأولوية في اقتطاع نصيبهم من الأرباح قبـــل نصيب المساهمين.

المصدر : الجدول من إعداد الباحث من عدة مراجع مختلفة.

المطلب الثاني

حصص التأسيس في ميزان الفقه الإسلامي.

1. أصحاب حصص التأسيس لا يقدمون للشركة حصصاً نقدية أو عينية ولا عملاً مستمراً حتى يستحقوا جزءاً في أرباح الشركة، كما أنها لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة ، ولا يعتبر أصحابها شركاء، ولا ينطبق عليه عقد الشركة فلا يجوز إصدار وتداول حصص التأسيس كحصص في الشركة.

2. أصحاب حصص التأسيس ليسوا بدائنين للشركة، فلا ينطبق عليهم عقد القرض، فلا يحق له استرداد قيمة عند التصفية.

3. وبما أن مقدار الأجرة التي يحصل عليها صاحب عقد التأسيس غير معلومة، فلا ينطبق على عقد الإجارة لأنه عقد على منفعة معلومة، وكذلك لوجود الجهالة بالأجر.

4. الخدمة الذي قدمها المؤسس للشركة غير محددة، و كذلك الحصة التي تدفع له ليست معلومة ، فلا ينطبق على حصص التأسيس عقد البيع لجهالة الثمن والمثمن معاً.

5. حصص التأسيس ليست بعقد هبة لأنها تصدر مقابل ما يقدمه صاحب الحصة من خدمات للشركة عند التأسيس. **(فياض،1998،ص206)**

وبناءاً على ما سبق، أن إنشاء حصص التأسيس إصداراً وتداولاً في صورتها الحالية، تتنافى مع قواعد ومقاصد الشريعة الإسلامية، هي باطلة شرعاً لعدم توافر شروط صحة البيع من ناحية ومن ناحية أخرى لانعدام المساواة بينهم وبين أصحاب رأس المال، و استحقاقهم جزءاً من الربح لا يقابله سهم في رأس المال.**(القرة داغي،1990،ص153)**

ويتفق الباحث مع كثير من الفقهاء والعلماء المعاصرين بضرورة استبدال حصص التأسيس بفكرة المكافأة النقدية أو العينية لهؤلاء الذين قدموا خدمات فعلية، أو براءة اختراع، كما يمكن تحويل قيمة هذه المكافأة بعد تحديدها بأسهم عادية تتساوى معها في جميع الحقوق والالتزامات.

المبحث الرابع
عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي(*)

المطلب الأول
العمليات العاجلة أو النقدية في سوق الأوراق المالية

تنقسم عمليات سوق الأوراق المالية إلى عمليات عاجلة "نقدية" وعمليات آجلة:**(رضوان،1996،ص216)**

أولاً:حقيقة العمليات العاجلة"النقدية":

وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين طرفين أحدهما البائع والذي يسلم فيها الأوراق المالية، والطرف الآخر هو المشتري الذي يسلم ثمن الأوراق المالية فوراً أو خلال 48 ساعة، وهذه العملية تتم في قاعة التداول ببورصة الأوراق المالية، والتي بدورها تقوم بإتمام الصفقة بين البائع والمشتري، وتكون هذه العمليات على أصول مادية تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع على أصوله المادية، ويحقق المتعاملين في البورصة من هذه العمليات العاجلة **أمرين**:

1. أرباح ايرادية من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية والاستفادة من أرباحها عند التوزيع.
2. أرباح رأسمالية من خلال المضاربة على ارتفاع أسعارها، وإعادة بيعها عند تحقق ذلك.

ثانياً: التكييف الفقهي للعمليات العاجلة:

العمليات العاجلة التي تتم في سوق الأوراق المالية جائزة شرعاً ما لم تكن على الأوراق محظور التعامل بها كالسندات، وذلك لان شروط عقد البيع والشراء من إيجاب وقبول وشروط العاقدين والمعقود عليه تنطبق على تلك العمليات.(**قرارات مجمع الفقه الإسلامي،1985،ص123)**.

بالإضافة لذلك هناك صور أخرى من البيوع التي يجري التعامل بها في سوق الأوراق المالية وضمن إطار العمليات العاجلة وهي على **شكلين**:

1. **البيع على المكشوف (البيع القصير)**:

وقد عرفه فريدريك (Fredric Amlin) "بأنه بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، ثم شراء الأوراق المباعة وإعادتها إلى مالكيها، ويتم تسهيل هذه العملية من

(*) انظر الشكل رقم (1-2) يوضح العمليات المختلفة في سوق الأوراق المالية "البورصة"،ص 79

خلال سماسرة الأوراق المالية وهو الذي يرتب لعملية الشراء، ويطلق على الشخص الـذي قـام بالبيع على المكشوف أنه أخذ مكاناً قصيراً" **(نقلاً عن هارون،1999،ص266)**.

وقد عرفه روبرت (Robert Wessed) بأنه"عملية مضاربة تستهدف تمكين التجار مـن الربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم" **(نقلاً عن رضوان ،1996،ص322)**.

وفقاً للتعريفات السابقة للبيع على المكشوف"البيع القصير"تجد أن هذه العملية تعتمد على **ما يلي**:

1. الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة وغير محددة بمدة زمنية.
2. المخاطرة على نزول الأسعار، حيث احتمال الربح والخسارة.
3. تسديد القرض، سواء كان رابحاً أو خاسراً.
4. الغرض من البيع هو استفادة العميل من الفرق بين السعرين. وأما السمسار فيحصل على عائد من استخدام النقود.
5. يدخل ضمن العمليات الآجلة لأن العميل ملـزم بتـسليم الأوراق الماليـة المقترضـة إلـى المشترين، وملزم بتسليم الأوراق المقترضة إلى السمسار، وذلك بشرائها من السوق.

بناءاً على هذه الاعتبارات، فأن البيع على المكشوف" البيع القصير"غير جائز باعتبـار أنـه من القمار، ولو كان هناك عملية بيع وشراء إلا أن الغرض من هذه العملية ليس البيع والشراء ، وإنما المقامرة، كما أن السمسار يتصرف في مال غيره بغير إذنه.

2.**التعامل بالهامش**:

الشراء بالهامش يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كلا منهما يقوم على القرض ووجـه الاختلاف بين هذين النوعين من البيوع أن البائع على المكشوف يقترض مـن سمـساره نقـوداً ليشتري مزيد من الأوراق المالية التي اصدر إليها أمر بشرائها، وأما التعامـل بالهـامش فيقـوم المشتري بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراه، ويعتبر باقي الثمن قرضاً يقدمه السمسار إلى المشتري، وترهن الأوراق المالية المشتراه لدى السمسار كـضمان للقـرض حيـث يقـوم هـذا الأخيـر بـالاقتراض بـضمانها مـن المـصارف مـع سـعر فائـدة اقل.**(رضوان،1996،ص269)** والهامش على **نوعين**:

1.**الهامش الابتدائي (الأولي)**: وهو الذي يتعلق بالقرض لشراء الأسهم في اليـوم الأول فقـط، وعادة ما يستخدم للمضاربات السريعة.

2. **الهامش الاستمراري**: وهو الذي يتعلق بالقرض لشراء الأسهم لما بعد اليـوم الأول **(القـرة داغي،1990،ص163)**.

ولما كان من الثابت أن التعامل بالهامش يقوم على القروض المشروطة بفائدة ثابتة محـــددة زمنياً ومقداراً، فاجتمعت في هذا العقد عناصر الديون الثلاثة **وهي**:

1. وجود دين مستقر في الذمة لطرف على آخر.
2. الأجل.
3. زيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل.

فيترتـــب علـــى هـــذا أن القـــول بحرمـــة هـــذا النـــوع مـــن البيـــوع بـــدون خلاف.(**هارون،1999،ص271**).

المطلب الثاني
العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية

تعرف العمليات الآجلة بأنها العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية، وأن الغرض الأساسي من عقد هذه العمليات الحصول على ربح يأخذه المضارب يمثل قيمة الفرق بين السعر الذي عقدت به العملية وبين السعر يوم التصفية(**رضوان،1996،ص332**).

وتتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاث **الآتية**:(**البرواري،2002،ص202**):

1. التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية، والثمن من الطرفين البائع والمشتري.
2. أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية وذلك بعد رضا الطرف الأخر.
3. تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى ببدل التأجيل.

و تنقسم العمليات الآجلة إلى أربعة **أقسام**:

أولاً : العمليات الآجلة الباتة(القطعية):

وتعرف بأنها العمليات التي تجري بين طرفين (البائع والمشتري) يتحدد فيها مقدار ونوعية الصفقة المتعامل بها وسعرها، وذلك ليسلم كل من الصفقة وثمنها (سعر الصفقة يوم التعاقد) في يوم محدد في المستقبل يسمى بيوم التسوية، وفي مكان معين.

تتميز العمليات الآجلة الباتة(القطعية) **بما يلي**:

1. عمليات يكون التعامل فيها بالنقد، ولكن تنفيذها يؤخر إلى اجل مضروب متفق عليه.
2. عمليات تتحدد فيها في يوم التعاقد الأمور الآتية: سعر الصفقة- مقدار ونوعية الصفقة- مكان وتاريخ التسليم .
3. يلزم فيها كل من البائع والمشتري تنفيذ الصفقة في الأجل المضروب.
4. عقود هذه العمليات غير منمطة حيث تعتمد على التفاوض بين الطرفين على مقدار الصفقة و سعرها يوم التعاقد.

وهذا النوع من العمليات لا يتم فيه تسليم المعقود عليه، ولا الثمن ولا المثمن، بل يشترط تأجيلهما، وعلى هذا فأن العملية لا تجوز شرعاً، لأن شرط صحة العقود أن يتم تسليم العوضين أو احدهما ولا يجوز اشتراط تأجيل الاثنين، كما أن هذه العمليات دخلت فيها الجهالة من أوسع

أبوابها، وفيها إضرار بأحد الطرفين حيث لا يكسب احدهما إلا على حساب الأخــر، كمــا هــو الحال في القمار.(**القرة داغي،1990،ص153**).

ثانياً: العمليات الشرطية البسيطة أو العمليات الآجلة بشرط التعويض:

وهي أن يلتزم كل من البائع والمشتري بتصفية العمليات في تاريخ معين، إلا أن يــشترط لأحد الطرفين الخيار في عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال يــتم الاتفــاق عليه مسبقاً، وهذا المبلغ بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية.

وتنقسم العمليات الآجلة الشرطية **إلى**:(**هارون،1999،ص279-281**)

أ. **العمليات الشرطية للمشتري**:

ويكون المشتري مخير بين استلام الصكوك وتسليم الثمن " تنفيذ العملية " و بين التخلــي عــن التعويض " عدم تنفيذ العملية " ويكون البائع ملزم بالقرار النهائي للمشتري.

ب. **العمليات الشرطية للبائع**:

ويكون الخيار للبائع في يوم جواب الشرط بين تنفيذ الصفقة وبين التنازل عن تنفيذها، مقابل دفع تعويض متفق عليه مسبقاً.

وحكم العمليات الآجلة بشرط التعويض لا يختلف عن الحكم في العمليات الآجلة الباتة فــي أن العقد لم يتم من الناحية الشرعية، لأنه لم يتم فيه التسلم والتسليم، لا للثمن ، ولا للمثمن ، بــل اشــترط فيــه تــأخير الاثنــين معــاً ، لــذلك فهــي عمليــات غيــر جــائزة شــرعاً (**القرة داغي،1990،ص157**).

ثالثاً: العمليات المضاعفة أو البيع مع خيار الزيادة:

وفي هذا النوع من العمليات يحق لواحد من المتعاملين الاستزادة من البيع أو الــشراء عنــد حلول الأجل المتفق، بحيث يكون له الحق في مضاعفة الكمية التي اشــتراها أو باعهــا، وذلــك بسعر يوم التعاقد أذا رأى أن التصفية في صالحه، وفي مقابل ذلك يدفع تعويضاً مناســباً يتفــق عليه ولا يرد إلى دافعه، وتختلف قيمة هذا التعويض باختلاف نسبة الكمية المضاعفة.

وحكم هذا النوع عدم الجواز شرعاً، وذلك لعدم توفر أركان العقد حيث يتضمن نــوع مــن المغامرة، فضلاً على ذلك أنه يتضمن في ظاهره بيعاً متضمناً بوعد، بل يتضمن بيــع آخــر، و بالتــالي يعتبــر مــن البيــوع المنهــي عنهــا لأنــه يتــضمن صــفقتين فــي صــفقة واحدة.(**رضوان،1996،ص349**).

رابعاً:العمليات الآجلة بشرط الانتقاء:

في هذه العمليات يكون البائع والمشتري لهما حق الخيار في إبرام الصفقة في موعد التصفية بأي من السعرين، وللمتعامل الخيار في الشراء بالسعر الأعلى، أو البيع بالسعر الأدنى،فالمتعاملون بهذه العمليات يعتقدون أنه سيحدث تغير كبير في أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو هبوطاً ، بينما بائعو هذه الأوراق يعتقدون أن الأسعار لن يطرأ عليها أي تغير كبير، بل أن السوق ستبقى هادئة.

وهذا النوع من العمليات لا يعتبر بيعاً في نظر الشريعة لأن من الشروط الأساسية له تحديد الثمن، بالإضافة إلى عدم تحقق أركان العقد، فأن فيه اشتراط تأجيل الثمن المخير والمثمن و لذلك فلا يجوز شرعاً(**أحمد،1990،ص1304**).

خامساً:المرابحة و الوضيعة:

ويكون لكلا المتعاملين الخيار في طلب تأجيل موعد تسوية الصفقة حتى موعد التصفية اللاحق ، ويحدث ذلك عندما يشعر المتعاملون في السوق بأنهم لن يستطيعوا تنفيذ الصفقة التي عقدوها، نظراً لتطور الأسعار خلافاً لتقديراتهم فيلجئون إلى المرابحة والوضيعة، والوضيعة تعني أن البائع عندما يعرف انه سوف يخسر بسبب ارتفاع الأسعار في موعد التصفية، فيطلب تأجيل تنفيذ الصفقة، وحينئذ ينبغي أن يبحث عن متعامل في السوق يملك ذات النوع من الأسهم ، فيشتريها منه في موعد التصفية، و يبيعها مرة أخرى على أساس موعد التصفية التالي.

وهذه العمليات غير صحيحة ، ولا تجوز شرعاً لعدم توفر أركان البيع، فهي بمثابة قرض ربوي مقابل التأجيل أو إعارة الأسهم لقاء فائدة ربوية. (**السالوس،1990،ص1349**).

سادساً: العمليات الخيارية المزدوجة أو الشرطية المركبة:

وتعرف تلك العمليات بأنها التي تجعل لأحد المتعاقدين الحق والخيار في أن يكون مشترياً أو بائعاً لمقدار معين في ميعاد معين، أو أن يفسخ العقد في الأجل المضروب، أو يقبله بشرط أن يدفع تعويضاً عند التعاقد يكون عادة ضعف التعويض الذي يدفع في العملية الشرطية البسيطة، والمضارب الذي يدفع التعويض يراقب تقلبات الأسعار ليغتنم الفرصة في حالة الصعود أو الهبوط.(**رضوان 1996،ص348**)

وحكم هذه العمليات عدم الجواز، لاشتمالها على صفقتين في صفقة واحدة، الأمر الذي يجعلها غير جائزة شرعاً.(**الشريف،1990،ص1311**)

بعد أن تم استعراض الأنواع المختلفة للعمليات الآجلة، و التكيف الفقهي لكل نوع فـــي ظـــل الشريعة الإسلامية، نشير إلى أن قرار مجلس المجمع الفقهي الإسلامي في دورته الأولى بمكـــة المكرمة في قراره المتعلق بأسواق الأوراق المالية: أن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري في السوق المالية " البورصة " غير جائزة شرعاً، لأنها تشتمل على بيـــع الـــشخص مـــا لا يملـــك. **(قرارات مجمع الفقه الإسلامي،1985،ص123)**.

شكل رقم (1-2)

عمليات سوق الأوراق المالية "البورصة"

- العمليات العاجلة (الفورية)
  - البيع على المكشوف
  - التعامل بالهامش
    - الهامش الابتدائي
    - الهامش الاستمراري
- العمليات الآجلة
  - العمليات الباتة القطعية
  - العمليات الشرطية
    - الشرطية البسيطة
      - شرطية للمشتري
      - شرطية البائع
    - الشرطية المركبة
  - العمليات المضاعفة
  - العمليات الآجلة بشرط الانتقاء
  - المرابحة والوضعية

المصدر : إعداد الباحث من المراجع المختلفة

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل الإطار العام لنظرية العمل في الأوراق المالية التي يجري تداولها في سوق الأوراق المالية " البورصة "، واشتمل على أربعة مباحث رئيسة لتقديم فكرة شاملة عن الأنواع المختلفة من تلك الأوراق المالية المتداولة، والتي حددناها بالأسهم، والسندات ،وحصص التأسيس، كما تطرق بإيجاز في التصنيفات المختلفة للأسهم المتداولة، والتكييف الفقهي لكل نوع، وتناول الفصل الآراء المختلفة للفقهاء المعاصرين في حكم تداول وإصدار الأسهم، وتم التوصل إلى نتيجة مفادها ليست كل أنواع الأسهم التي يتم تداولها في البورصة جائزة شرعاً، وتم تحديد أسباب عدم جواز تلك الأسهم.

تطرق المبحث الثاني في هذا الفصل إلى توضيح مفهوم السندات، وأنواعها التقليدية المختلفة، وحكم الشريعة الإسلامية في تداولها، وانتهى إلى أن جميع أنواع السندات محرمة شرعاً لاشتمالها على الفائدة الربوية، فيما عدا البديل الإسلامي عن السندات الربوية الذي قدمه علماء المسلمين المعاصرين، ألا وهو سندات المقارضة، كذلك تم استعراض البدائل الشرعية الأخرى للسندات، والتي تخرج المستثمر المسلم من دائرة الوقوع في الحرام الناتج عن الفائدة الربوية.

كذلك تم التطرق إلى حصص التأسيس والتي يتم التعامل بها في البورصات وبيان مفهومها، وحكم التعامل بها في ضوء الشريعة الإسلامية، وأخيراً كان المبحث الرابع يتناول العمليات المختلفة التي تجري في البورصة، والتي تم تحديدها بالعمليات العاجلة الفورية و العمليات الآجلة، وتم تعريف كل نوع، والعمليات الفرعية التي يتضمنها كل نوع، وبيان التكيف الفقهي لكل نوع من هذه العمليات في ضوء شريعة أحكم الحاكمين.

الفصل الثالث

سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

الفصل الثالث

سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

الفصل الثالث

سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

مقدمة:

إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا هو السوق الذي تتوافر فيه فرص استثمار وتمويل متوسطة وطويلة الأجل، حيث الأدوات المالية والخدمات المتوافرة فيه تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتقوم على أساس اجتناب التعامل بالربا والميسر والغرر في معاملاته.

يسعى هذا السوق لتقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي بعد التوعية الدينية لجمهور المستثمرين المسلمين عن الحاجة إلى وجوه التمويل والاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. فأصبح هذا السوق موازياً لسوق رأس المال التقليدي، ومكملاً للنظام المصرفي الإسلامي في توسيع وتعميق التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية.

ويعد سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نمطاً جديداً للتعامل مقارنة مع سوق رأس المال التقليدي، وإن كان يخضع للهيئة الرقابية ذاتها التي يخضع إليها السوق التقليدي. فهو أحد عناصر سوق رأس المال الماليزي التي تقدم فيه فرص التمويل والاستثمار المتوسطة وطويلة الأجل للمستثمرين المسلمين وغيرهم، حيث تطبق أحكام الشريعة تطبيقاً تاماً.

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بأحكام الشريعة يجب أن يكون هناك جهة رقابية شرعية للقيام بدورها في تطوير هذا السوق، وذلك بالعمل على ابتكار صياغة الأدوات المالية الشرعية وتطهر بعض الأدوات المالية القائمة من الشوائب المخالفة للأحكام الشرعية، لرفع مستوى الثقة بين مشاركي السوق لاسيما المستثمرين المسلمين.

تمارس الرقابة الشرعية دورها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على التعاملات فيما يتعلق بالأدوات المالية والصيغ الاستثمارية المنضبطة شرعاً، باعتبار أن أهم الوظائف لتلك الجهة الرقابية هو القيام بالاستشارة والمراجعة للقضايا المتعلقة بهذا السوق.

المبحث الأول
طبيعة سوق رأس المال في ماليزيا

المطلب الأول
سوق رأس المال الماليزي "النشأة والمفهوم"

أولاً: مفهوم سوق رأس المال الماليزي:

لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال، فسوق رأس المال في ماليزيا يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهو لا يقتصر على السوق المنظم (*)، بل يشمل أيضاً السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، ويعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل.

وتتنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق فتشمل سندات الحكومة الماليزية و الشركات الخاصة، وأسهم الشركات المساهمة، وشهادات صناديق الاستثمار، وعقود المستقبليات للسلع والخدمات المالية، وعقود الخيارات وغيرها.(**http://staf.uum.edu.my**)

ثانياً: نبذة تاريخية عن نشأة سوق رأس المال الماليزي:

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية. وفي عام 1930م، أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة "Singapore Stockbrokers' Association" كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، **(مركز تطوير صناعة الأوراق المالية ،2000،ص23)**، لكن ظهور سوق رأس المال في ماليزيا بالبعد الحقيقي كان أوائل الستينات، وتمت عملية تطوير هذا السوق تدريجياً، ويعد هذا السوق قطاعاً جديداً مقارنة بقطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية والذي بدأ نشاطه في أوائل الستينات والسبعينات، إلا أن بداية نمو سوق رأس المال كانت في أوائل التسعينات لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية "MGS" ومن ذلك الحين، أصبح القطاع العام قطاعاً أساسياً لتطوير الاقتصاد القومي **(البنك المركزي الماليزي،1989،ص227)**

(*) السوق المنظم في ماليزيا يشمل كلاً من البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات.

وتعتبر شــركة "Arab Malaysian Finance Bond AMF" أولــى شــركات القطــاع الخاص التي أصدرت أول سندات الشركات الخاصة في ماليزيــا فــي عــام 1980م. وتزايــد إصدار السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر بكثير مقارنة بإصداراتها من القطاع العام. (**http://asianbondsonline.adb.org**).

وتطور سوق رأس المال في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عــام 1993م بـــتأسيس هيئــة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم " Kuala Lumpur Stock Exchange KLSE " التي أسست في عام 1994م(*)، وسوق المشتقات، وسوق الــسندات، بجانــب تقــديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجــودة "Call Warrants" وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة "Warrants" ليصبح هذا السوق مــصدراً رئيــساً لتمويــل المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليــه القطاعــان العام والخاص.(**بنك ماليزيا المركزي،1995،ص195**).

ولتدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسة لسوق رأس المال الماليزي "Malaysian Capital Market Masterplan" وتحت رعاية وزير المالية الماليزية في تاريخ 22 فبراير/شباط2001م، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية(**)

(*) أعيد تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة (Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd) وبعد تاريخ 20 أبريل/نيسان 2004م عرفت باسم "البورصة الماليزية" "Bursa Malaysia " التي تتداول فيها الأوراق المالية،لاسيما الأسهم وما يتعلق بها.(**http://www.klse.com.my**).

(**) الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي (Malaysian Capital Market Masterplan) تضمنت الأهداف الرئيسية التالية:1) اعتبار سوق رأس المال مصدراً للحصول على الموارد التمويلية للشركات الماليزية.2) تشجيع إدارة الاستثمار الفعالة والبيئة الاستثمارية الأمثل للمستثمرين.3) توفير المكانة التنافسية والكفاءة لمؤسسات السوق.4) لتطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.5) توفر أنظمة الرقابة الفاعلة والمنتظمة.6) اعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي. (**هيئة الأوراق المالية الماليزية ،2001،ص16-35**) .

المطلب الثاني

أقسام سوق رأس المال الماليزي

يتكون سوق رأس المال الماليزي من ثلاثة أقسام **هي**: (**http://www.klse.com.my**)

أولاً: سوق الملكية:

في الإطار العام لماليزيا، كان سوق الملكية عبارة عن السوق الذي يوفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية مثل الأسهم، و شهادات صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة سواء أكانت تقليدية أم إسلامية. وكل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية للأوراق المالية "Bursa Malaysia" التي أسست في عام 1973 بإسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة " Kuala Lumpur Stock Exchange Bhd KLSEB" ، والتي تخضع في عملياتها لقانون الشركات لعام 1965 وتعديلاته لعام 1986، وقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1973 وتعديلاته لعام 1983 و 1987، ومجموعة القوانين في الحيازة والاندماج لعام 1987. وفيما يلي عرض الأدوات المالية المتداولة **فيها**:

1) **الأسهم العادية (Ordinary shares)**: (*)

السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة إسمية محددة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغييرات مستمرة تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة.

2) **الأسهم الممتازة (Preference shares)**: وهي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توزيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية، وتعتبر الأسهم الممتازة خليطاً من الأسهم العادية والسندات(**).

3) **وحدات الاستثمار العقاري (Property trust units)**:

وهي وحدات الاستثمار في العقارات.

(*) إن كانت هذه الأسهم ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية، فهي تعتبر ضمن قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة "Shariah Compliant Securities" المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية.

(**) لمزيد من التفصيل حول الأسهم الممتازة وخصائصها انظر الفصل الثاني ،ص 47

4) **شهادات حق الشراء من الأسهم الموجودة "Call warrants"**

وهي شهادة تصدرها شركة المساهمة لبعض الأشخاص، تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء الأسهم العادية الجديدة بسعر معين خلال مدة محددة. والغرض منها حماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة، بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق.

5) **شهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة**

" Warrants/Transferable Subscription Rights –TSR "

وهي تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقا. ولها مدة استحقاق محددة (عشر سنوات) فإذا لم ينفذ حامل الحق " المستثمرون" خلال فترة الاستحقاق، يفقد حقه في الاكتتاب للأسهم الجديدة.وفي التجربة الماليزية في الوقت الحاضر، تلحق هذه الشهادات بإصدار السهم "Bond with warrant" من قبل الشركة ذاتها.

وتعتبر البورصة الماليزية للأوراق المالية سوقاً منظمة(*) لتداول تلك الأوراق المالية، وتحتوي **على**:(**http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia**).

1. **القائمة الرئيسية "Main Board"**وهي عبارة عن قائمة أولى تسجل فيها الشركات التي تملك كل منها رأس مال لا يقل عن 60 مليون رينجيت ماليزي.

2. **القائمة الثانوية "Secondary Board"** وهي عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات التي لا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجيت ماليزي.

3. **البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة "The Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation Bhd - MESDAQ"** : وهي عبارة عن إدراج أسهم الشركات المتعلقة بمجالات التقنية الحديثة والتكنولوجية المتقدمة، والتي لم تدرج في اللوحتين الرئيسية والثانوية.

(*) ويقصد بها البورصات التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المكتملة الشروط وعادة ما يطلق عليها الأسواق الثانوية، وتتداول في هذه الأسواق الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها بين حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء. **(الجمل، 2002، ص29).**

ثانياً: سوق السندات:(**http://rmbond.bnm.my**)

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن السوق غير المنظمة(*) الذي يتم فيها تداول الـــسندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا. والسندات المتداولة فـــي هـــذا السوق تمثل قروضاً طويلة الأجل لفترة استحقاق تزيد عن سنة واحدة، وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة من وسائل الحصول على القروض والتمويل الخارجي طويل الأجل.

وتعتبر السندات شهادات مديونية قابلة للتداول في سوق السندات، حيـــث تكفـــل الحكومـــة الماليزية أو الشركات الخاصة لحاملها فائدة ثابتة، وتدفع لـــه رأس مالـــه فـــي نهايـــة تـــاريخ الاستحقاق،والسندات مختلفة عن الأسهم حيث تمثل ديناً على الحكومة الماليزيـــة أو الـــشركات، ويعتبر مالكها دائناً للحكومة الماليزية أو الشركات في ماليزيا، بينما الأسهم عبارة عن حصة من رأس مال الشركات، ويعتبر مالكها شريكاً. (**)

ويتم إدارة السوق وفقاً لنظام التحويل الإلكتروني في الوقـــت الحقيقـــي للأمـــوال والأوراق الماليـــة" Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities System RENTAS" النظام الذي تسجل فيه كافة الأمور المتعلقة بتعـــاملات الـــسندات ســـواءاً كانـــت السندات تقليدية أم إسلامية لاسيما تسوية السندات والتداول بها.

و يعتبر البنك المركزي الماليزي مسئولاً عـــن الـــسوق الثانويـــة "Secondary Market" لتداول السندات في ماليزيا. أما هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسئولة مسؤولية كاملة عـــن السوق الأولية "Primary Market" ، وهي جهة رقابية رئيسة لسوق السندات من حيث إصدار القوانين، والتشريعات، والتعليمات لهذا السوق، و وقد أدى التعاون بين الجهتين إلى تطوير سوق السندات في ماليزيا بكفاءة عالية وفاعلية. (**http://www.sc.com.my**)

(*) يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة (Over The Counter –OTC) على المعاملات التي تجرى خارج السوق المنظم (أي البورصات) وعن طريق وسيط، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، ويقـــوم بالتعامـــل بيوت السماسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات القوية التي تتمثل في خطوط تليفونية، أو أطراف للحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة، والتجار، والمـــستثمرين، ويـــتم تـــداول الأوراق المالية في هذه الأسواق أيضاً من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية. ويقوم بـــإدارة هـــذه الأسواق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأســـواق الرسمية. **(قرياقص،1999م،ص. 50)** .

(**) انظر الفرق بين الأسهم والسندات ص57.

ومن أهم السندات المتداولة في سوق السندات في ماليزيا:(مركز تطــوير صــناعة الأوراق المالية ،2001،ص8-12)

1- السندات الحكومية "Government Bonds"

وهي وثائق الدين العام طويلة الأجل، وتصدر عن البنك المركزية ولفترات متباينة حــسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز في الموازنة العامة للدولة. وتعد هــذه الــسندات أكثــر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال. وتستخدم هذه السندات كأحد عناصــر الاحتيــاطي النقدي(**معروف،2003،ص114**).

وقد أصدرت الحكومة الماليزية السندات الحكومية لأول مرة في أواخر السبعينات، وكانت تعرف بالأوراق المالية الحكومية الماليزيــة "MGS Malaysian Government Securities" وتعتبر أوراق مالية من الدرجة الأولى لأنها تمثل قرضاً تحصل عليه الحكومة مــن الأفــراد أو الهيئات بهدف الإنفاق العام، وفيها تتضاءل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله. ولقــد أُصدرت هذه السندات لتمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل، و تــصدر مــن خــلال نظام المزاد العلني والاكتتاب (*) "Auction System" ، ويتم شرائها من السوق الثانوية أو من البنك المركزي الماليزي. كما توجد أيضاً السندات الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة.

2- سندات الشركات "Corporate Bonds"

سندات الشركات عبارة عن السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية، وبالتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية، فتكون أكثر مخاطرة من السندات الصادرة عن الخزانة العامــة أو الهيئــات الإقليمية أو المحلية، وقد أدى ظهور هذه السندات في السنوات الأخيرة إلى تعزيز وتطوير سوق رأس المال في ماليزيا مقارنة بسوق السندات الحكومية والقطاع المصرفي.

ثالثاً: سوق المشتقات :

وهي عبارة عن البورصة التي يتم فيها تداول منتجات المشتقات، وهي منتجات مالية تشتق قيم الأصول الاستثمارية من سعر السلع الحالي أو الأدوات المالية الأساسية كالأسهم. لقــد بــدأ تنظيم الرقابة لبورصة المشتقات في ماليزيا في يوليو 1980م بتأســيس بورصـــة كوالالمبــور للسلع.

(*) وهو نظام يعطي الأولوية لأقل عرض للبيع ولأعلى سعر (طلب) للشراء، يتم المزايدة في السعر وفق مدة محددة. وهو نظام متبع في أغلب بورصات الأوراق المالية العالمية. (**البرواري، 2002، ص. 72-73**).

ومن أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق:(**http://www.klse.com.my**)

1.عقود المستقبليات:

و هي عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، و يتم تحديد سعرها وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية. إذ يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة "هامش" من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه. وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر من الوفاء بالتزاماته.(**هندي،1996، ص323**).

2.عقود الخيارات:

وهي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محدودة، أو في تاريخ محدد، بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقاً، إذ في هذه الحالة يكون متاحاً لصاحب حق الخيار تنفيذ عقد الخيار، أو عدم تنفيذه، ومقابل حصوله على حق الخيار فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق ثمن يتمثل بمكافأة غير قابلة للرد، ولا يوفر حق الاختيار لحامله حقاً مباشراً في ملكية المشروع أو أرباحه ما لم يتم تنفيذ عقد الخيار، أي ما لم يتحقق لمشتري الورقة المالية محل الاختيار ملكيتها فعلاً، بعد تنفيذ العقد[*] (**خلف،2006،ص52**).

3.عقود المبادلات

وهي عقود بين طرفين على تبادل دوري لتدفقات نقدية (أحدهما مع الآخر) وذلك لفترة محددة وبالاعتماد على مبلغ أساس غالباً ما يفترضه الطرفان سواء للتحوط أو المضاربة.

4.العقود الآجلة:

وهي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقاً وبسعر يحدد مسبقاً أيضاً، وهي عبارة عن اتفاقية بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ " exercise price" ، ويتم عادةً تحديد مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع والمشتري.(**خريوش،1996،ص241**) وشروط العقود الآجلة من حيث السعر والكمية

---

[*] يتم تداول عقود المستقبليات والخيارات في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة " Bursa Malaysia Derivatives Bhd" والتي تعتبر سوقا منظمة، وتعد هذه البورصة إحدى الشركات التابعة للبورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة "Bursa Malaysia Bhd" (**http://www.sc.com.my**)

وتواريخ الاستحقاق لا تكون موحدة بين جميع العقود إذ أنها خاضعة للتفاوض بـــين الأطـــراف المعنية، وهذه العقود وعقود المبادلات تتداولان في السوق غير المنظمة.

وتعتبر البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وسيلة فعالة ومتميزة للتحوط من الأخطـــار، وتوفر هذه البورصة بديلاً جديداً للمستثمرين في مجال الاستثمار بغرض حمايـــة أنفـــسهم مـــن المخاطر التي تحدث في تغيرات أسعار الأوراق المالية في البورصة الماليزية للأوراق الماليـــة، وهم يتمتعون بتسهيلات فيما يتعلق بالمشتقات.(**جعفر،2006،ص267**).

ومن جهة أخرى، تتم التعاملات في سوق رأس المال في ماليزيا بتـــداول الأوراق الماليـــة عبر السوقين **الأساسيين**:

الأول: السوق الأولية أو سوق الإصدارات "Primary Market"

السوق الأولية أو سوق الإصدارات عبارة عن السوق الذي يـــشهد الإصـــدارات الأوليـــة للأوراق المالية (سواء كانت من قبل الحكومة الماليزيـــة أو الـــشركات الخاصـــة) المعروضـــة للجمهور أو المؤسسات المالية المعنية. وهي الإصدارات التي تتم بهدف الحـــصول علـــى رأس المال الأساسي للشركات تحت التأسيس، أو بهدف زيادة رأس المال للشركات القائمـــة بالفعـــل، سواء كانت هذه الإصدارات لأدوات ائتمانية أو أصول مالية قصيرة أو طويلـــة الأجـــل. ويـــتم تداول الأوراق المالية لهذه السوق في البورصة الماليزية للأوراق الماليـــة"Bursa Malaysia" وهذا السوق خاضع لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية.

الثاني: السوق الثانوية أو سوق التداول "Secondary Market"

وهي السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها وتداولها ســـواء أكانت في البورصة الماليزية لـــلأوراق الماليـــة، أو البورصـــة الماليزيـــة لعـــرض الأســـعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة " MESDAQ " أو السوق غيـــر المنظمـــة، وبعبارة أخرى فإن هذه السوق هي التي يتم فيها تداول الأوراق الماليـــة للـــشركات القائمـــة أو للحكومة الماليزية.(**جعفر،2006،ص36**).

المطلب الثالث

الجهات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي

يشارك في سوق رأس المال الماليزي عدد كبير من المستثمرين، وحجم الأموال المتداولة فيه كبيراً جداً. وهذا يحتاج إلى رقابة وإشراف من جهات ذات صلاحيات للتأكد من أن كافة المعاملات والأنشطة في هذا السوق تعمل بكفاءة وفاعلية. ولذلك، اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية، وإخضاع سوق رأس المال في ماليزيا سواء أكان السوق الإسلامي أم التقليدي لتلك الجهات الرقابية المحددة ،حيث يخضع السوق لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية والجهات الفرعية ذات الصلة به، ويعتبر وجود هذه الجهات ضروري لضمان التزام كل المشاركين(*) في السوق بالقوانين والتشريعات المنظمة للعمل وحماية حقوق المستثمرين في سوق رأس المال في ماليزيا.

ومن الجهات الرقابية الهامة على سوق رأس المال الماليزي **ما يلي**:

(**http://www.sc.com.my**)

أولاً : الجهة الرقابية العليا لسوق رأس المال في ماليزيا:

تمثل هيئة الأوراق الماليـــة الماليزيـــة "Securities Commission of Malaysia SC" الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا، وهي الجهة الرقابية الوحيدة لـــسوق رأس المال الماليزي وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، وقد قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هـــذه الهيئة، واعتبرتها جهة عليا في إدارة سوق رأس المال في ماليزيا في 1 مـــارس 1993 تحـــت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعـــام Securities Commission Act 1993 ،وتتمثـــل وظائفها الرئيسة في الرقابة على أنشطة سوق رأس المال الماليزي وتدعيمها.

و فيما يلي أهم وظائف هيئة الأوراق المالية الماليزية:

(**http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html**)

(*) يتكون المشاركين في سوق رأس المال الماليزي من: (**http://www.sc.com.my**)

1- الجهة الرقابية العليا : هيئة الأوراق المالية الماليزية

2- مؤسسات السوق : البورصة، وبيت المقاصة، ومركز الإيداع، وبيت الإصدار

3- وسطاء السوق : شركات السماسرة

4- شركات الإدارة لصناديق وحدات الاستثمار

5- المستثمرون المحليون والأجانب

1. الإشراف على السجلات في تسجيل نشرة الاكتتاب "Prospectus"(*) لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.
2. السماح بإصدار سندات الشركات "Corporate Bonds"(**).
3. الرقابة والإشراف على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المستقبليات، والخيارات
4. الرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات في ماليزيا.
5. الرقابة على الأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار.
6. مراقبة أنشطة البورصات، وبيت المقاصة، والإيداع المركزي .

الهيئة مسئولة أيضاً عن توفير كافة المعلومات المتعلقة بسوق رأس المال مع نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، وحماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات، والتشريعات والأنظمة المتعددة، بالإضافة إلى مسؤوليتها عن تقديم النصيحة إلى وزارة المالية الماليزية فيما يختص بقطاع سوق رأس المال، وتطوير أسواق الأوراق المالية على المستوى المحلي و العالمي .(**http://www.sc.com.my**).

و يخضع سوق رأس المال الإسلامي لسلطة هذه الهيئة، وقد تم أيضاً تأسيس اللجنة الاستشارية الشرعية "Shariah Advisory Council" لتدعيم و مساندة الهيئة وهي تحت إشرافها. وبالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي "Islamic Capital Market Department" للرقابة على أنشطة هذا السوق والتأكد من أن التزامه بالمعاملات الإسلامية، إلى جانب التزامه بالقوانين والتشريعات والتوجيهات الرسمية من الهيئة، والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية الغراء. (**http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html**).

ثانياً: الجهات الرقابية الفرعية لسوق رأس المال في ماليزيا:

هناك مجموعة من الجهات الفرعية لمساعدة هيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها، والمسائل المتعلقة بعمليات سوق رأس المال في ماليزيا. وتتكون الجهات الفرعية من

(*) نشرة الاكتتاب أي المنشور:هي الجزء من صحيفة التسجيل التي توزعها المنشأة على المستثمرين المحتملين في الورقة المالية المصدرة، والتي عادة ما تتضمن بيانات لها أهميتها في اتخاذ القرار الاستثماري،أو الوثيقة التي تدعو الجمهور لشِراء أسهمِ الشركة (**هندي،1993، ص. 244**)

(**) السندات الحكومية الخاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي بصورة كاملة.

البورصة الماليزية المحدودة "Bursa Malaysia Bhd" والشركات التابعة لهـــا، وأهـــم هـــذه الشركات **هي**: (**http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html**)

1) بورصة الأوراق المالية المحدودة: (*) " Bursa Malaysia Securities Bhd"

وهي مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسئولة عـــن كافـــة الأمـــور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية، وكذلك تطبيق القوانين المنظمـــة للـــشركات المدرجـــة فـــي البورصة والمسماة "نظام تأسيس الـــشركة Memorandum and Articles of Association" وأعضائها في شؤون الأوراق المالية.

وتمنع البورصة الماليزية للأوراق المالية العمليات المحظورة المفضية إلى عـــدم اســـتقرار السوق، وذلك بإصدار القوانين والنظم الخاصة للرقابة على كافـــة الأنـــشطة داخـــل البورصـــة وخارجها. وتتولى وزارة المالية الماليزية مسئولة الإشراف على كافة الأنشطة فـــي البورصـــة الماليزية بصورة غير مباشرة، أما هيئة الأوراق المالية الماليزية فهي مـــسئولة مباشـــرة عـــن الرقابة على كافة أنشطتها اليومية،وبناء على ذلك فإن هذه البورصة خاضـــعة لـــوزارة الماليـــة الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية (**). وهذا لضمان التزام أنشطة الأسهم المتداولة فيهـــا بالقوانين والتشريعات ذات الصلة بها.

ومن جهة أخرى، تقوم البورصة الماليزية بعرض الأسعار والتعاملات لـــلأوراق الماليـــة الكترونياً منذ 29 مايو/أيار 1997، وهي ملتزمة بمصادقة وزيـــر الماليـــة، وقـــانون صـــناعة الأوراق المالية لعام1983 "Securities Industry Act 1983"، كـــل ذلـــك خدمـــه أهـــدافها الرئيسية في توفير رؤوس الأموال عبر تداول أسهم الشركات وفقـــاً لأحـــدث الطـــرق الفنيـــة (**http://www.klse.com.my:**).

2) بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة :

"Bursa Malaysia Securities Clearing Sdn Bhd"

وهي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزيـــة لـــلأوراق الماليـــة، والبورصة الماليزية المختصة بعـــرض الأســـعار والتعـــاملات لـــلأوراق الماليـــة الكترونيـــاً

(*) كانت معروفة سابقاً باسم "بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة Kuala Lumpur Stock Exchange limited)

(**) انظر الشكل رقم (1 -3) مخطط توضيحي للهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية ص97

(MESDEQ) ،وتوفر خدمات المقاصة (*) فيها لأعضاء البورصـــة وفقـــاً لقـــانون صـــناعة الأوراق المالية لعام 1983 "Securities Industry Act 1983"، ومـــن وظائفهـــا الرئيـــسية معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة من جهـــة، ومـــسؤولية الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.

3) بورصة الإيداع المحدودة " **Bursa Malaysia Depository Sdn Bhd**"

وهي الجهة التي من خلالها يتم تنفيذ التعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري والبائع للأسهم. وهذا النظام لتسوية أسعار الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار الشهادة. وتسوية هذه الأسعار يكون من خلال الأنظمة الإلكترونية(**http://www.klse.com.my:**)، ويسجل هذا التعامل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي المعروف باسم "Central Depository System (CDS) Account". وتتم عملية التسجيل في الحساب بنظام الدفتر المسجل كما في نظام الإقراض والاقتراض (Debit and Credit System) في حساب التوفير. وهذه البورصة مسئولة عن إدارة كافة الحسابات ورقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفقاً للقوانين المنظمة.

(**http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html**)

4) بورصة المشتقات المحدودة: " **Bursa Malaysia Derivatives Bhd**"

وهي بورصة تتداول فيها منتجات المشتقات (عقود المستقبليات، والخيارات، والمبـــادلات، والآجلة). وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة بذاتها. و قد كانت هيئة الأوراق المالية الماليزية تطبق قانون صناعة المـــستقبليات لعـــام 1993 "Future Industry Act 1993"، وتقـــوم بورصـــة المـــشتقات بتطبيـــق قواعـــد الأعمـــال "Business Rules" كجهة رقابية ذاتية، وهي مسئولة بصورة كاملة عن كل ما يتعلـــق بـــأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة.

http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market

(*) المقاصة: طريقة تصفية محاسبية بين طرفين أو عدة أطراف تكون دائنة أو مدينة بعضها تجاه البعض الآخر، وتسمح بحصر استخدام وسائل الدفع في تصفية الرصيد الصافي لهذه العلاقات. **(بني هاني،2002،ص153)**.

5) بورصة المقاصة للمشتقات المحدودة:

" **Bursa Malaysia Derivatives Clearing Bhd** "

وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسئولة عن كافة الأمـــور المتعلقـــة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبليات والخيارات.

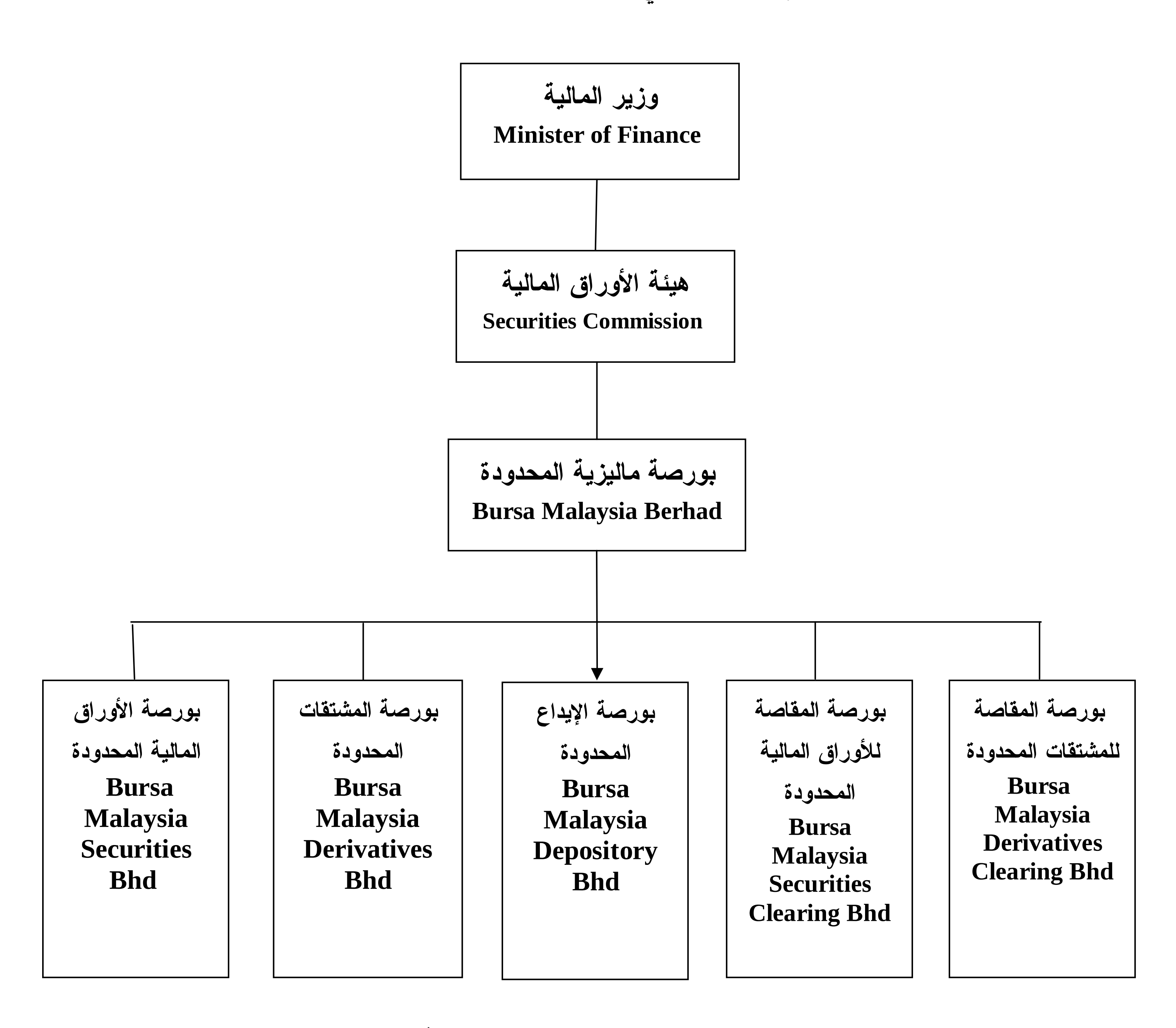
وأما أهم القوانين التي يخضع لها سوق رأس المال في ماليزيا سواء أكان السوق الإســـلامي أم التقليدي بهدف الرقابة والتطور للأفضل هي **ما يلي**:(**http://www.klse.com.my**)

- قانون الشركات لعام 1965م
- قانون الصناعة للأوراق المالية لعام 1983م
- قانون الصناعة للأوراق المالية "الإيداع المركزي" لعام 1991م
- قانون هيئة الأوراق المالية لعام 1993م
- قانون صناعة السوق المستقبلية لعام 1993م

والخلاصة إن وجود الجهات الرقابية لسوق رأس المال الماليزي يمكن أن تـــساعد أســـواق الملكية للأسهم والسندات والمشتقات لتحقيق ثقة المتعاملين في هذه الأسواق من خـــلال تطبيـــق القوانين الصادرة عنها.

الشكل رقم (1-3)

الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية المحدودة



المصدر : إعداد الباحث بالرجوع إلى موقع بورصة ماليزيا الالكتروني
http://www.klse.com.my

المبحث الثاني

سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

ودور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطويره

قامت الحكومة الماليزية بالعديد من الخطوات لإصلاح سوق رأس المال المحلي، ومنها إقامة سوق رأس المال الإسلامي، وتم اعتماد هيئة الأوراق المالية الماليزية كجهة رقابية رسمية والرئيسية لسوق رأس المال في ماليزيا سواء سوق رأس المال التقليدي أم الإسلامي. وتبنت الهيئة تطوير سوق رأس المال الإسلامي، واعتبرته أهم الأهداف الأساسية في الخطة الرئيسة لسوق رأس المال الماليزي واعتماد ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.

ويعتبر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أحد المكونات الأساسية لسوق رأس المال في ماليزيا، ويلعب دوراً هاماً وموازياً كما عناصر سوق رأس المال الأخرى في تحقيق نمو الاقتصاد الماليزي. وتقسم مكونات هذا السوق إلى ثلاثة أقسام رئيسة: الملكية الإسلامية، والصكوك الإسلامية، والوسطاء والخدمات. وأصبح هذا السوق متماشياً مع سوق رأس المال التقليدي مستهدفاً تحقيق النجاح المرجو على المستوى العالمي.

يختلف مفهوم سوق رأس المال التقليدي عن مفهوم سوق رأس المال الإسلامي من حيث تعريفه والرقابة الشرعية فيه والأدوات المالية المتداولة فيه. وهذا المبحث يتناول مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ونبذة تاريخية عن نشأته، وأهميته، والمكونات الأساسية له، و دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطويره.

المطلب الأول

طبيعة ونشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

يعتبر ظهور قطاع التمويل الإسلامي (*) بصورته الشاملة والمتكاملة أحد الأمور التي تميز الاقتصاد الماليزي، وتوجد بين أطراف هذا القطاع علاقة تفاعلية ساهمت في إيجاد بيئة مناسبة وشاملة لتحقيق معدلات نمو عالية لهذا القطاع. ويلعب هذا القطاع الدور الفاعل في تجميع الموارد التمويلية اللازمة للأنشطة الاقتصادية في ماليزيا. ويعتبر سوق رأس المال الإسلامي جزءاً هاماً ومكملاً في توسيع وتعميق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا.

أولاً : مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

عرّفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيوع الغرر، وغيرها، أذن هو سوق مالي يتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.**(هيئة الأوراق المالية ،2004،ص45)**، ويقوم السوق بدور بارز في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها للمشروعات الاقتصادية وفقاً لنظام المعاملات الإسلامية.

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين، والخبراء والمتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية، وهذا يعزز وينشر الثقة بين السوق و المستثمرين**(مركز تطوير صناعة الأوراق المالية،2004،ص12)**.

ثانياً: نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر/تشرين الثاني 1962م، والتي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت في عام 1983م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي " Islamic Banking Act 1983" والذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل/نيسان 1983م عبر مجموعة من

(*) يتكون قطاع التمويل الإسلامي في ماليزيا من:

1.التأمين الإسلامي (التكافل)، 2.سوق إسلامي للمعاملات بين المصارف، 3.سوق رأس المال الإسلامي.

الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي(*)، تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984م بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه. **(البنك المركزي الماليزي،2004،ص56).**

وقد أدى هذا إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاربوي (**) "Interest-Free Banking Scheme" في عام 1993م التي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث أجاز البنك المركزي الماليزي للبنوك التقليدية الربوية توفير خدمات المعاملات الإسلامية فيها.

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة "Shell MDS Sdn Bhd" بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990م، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المالِ الإسلامي في ماليزيا واتساعه **(مركز تطوير صناعة الأوراق المالية،2005 ،ص26)**.وفي فبراير/شباط من عام 1994م، أسست "BIMB Securities Sdn. Bhd " وفقاً لأحكام قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 م "Securities Industry Act 1983"، وقد بدأت ممارسة عملياتها الرسمية في أغسطس/آب للعام ذاته، ومن ثم بدأ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية(***)،ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية.

(**http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pdf**)

مع بداية تأسيس سوق رأس المال الإسلامي، ظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لاسيما المستثمرين المسلمين، والشركات الخاصة عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية إلى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة. ومن الخطوات الجوهرية التي

(*) أول بنك إسلامي ماليزي وهو " بنك إسلام ماليزيا برهاد " "Bank Islam Malaysia Berhad BIMB" والذي بدأ عملياته في 1 يوليو/تموز 1983م بفرع وحيد في العاصمة كوالالمبور (**http://www.bnm.gov.my**).

(**) الآن معروف بنظام العمل المصرفي الإسلامي "Islamic Banking Scheme" الخاضع لقانون المصرف والمؤسسة المالية لعام 1989 "Bank and Financial Institution Act 1989 BAFIA Act" (**http://www.sc.com.my**)

(***) شركات السمسرة التقليدية التي تقدم فيها السمسرة الإسلامية.

اتخذتها هذه الهيئة تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي[*] " Islamic Capital Market Department– ICMD" في عام 1994م، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية "Islamic Instrument Study Group – IISG" في أواخر عام 1994م، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية "Shariah Advisory Council – SAC"، وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل.

وفي 17 أبريل/نيسان 1999م، تم وضع مؤشراً لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وأطلق عليه مؤشر الشريعة "Shariah Index".حيث أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية هي من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة وفقاً للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية. وذلك لقياس أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة على اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية.**(اللجنة الشرعية الاستشارية،2003،ص46)**

وتعد هذه التطورات الإيجابية خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية. وقد ساهمت الهيئة مساهمة أساسية في تطوير هذا السوق، ومن أهم المجالات التي ساهمت الهيئة في **توفيرها**: **(اللجنة الشرعية الاستشارية،2003،ص46)**

1) توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، حيث خصص لهذا الجانب تشكيل الجهة الإدارية للهيئة، واللجنة الاستشارية الشرعية التي تهتم بعمل الدراسات والمناقشات الدورية، وتم إنشاء مكتبة للدراسات و البحوث للموظفين أو المتعاملين في هذا السوق أو الجمهور.
2) المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية الإسلامية وتقويتها.
3) تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات، والدورات، والمحاضرات، وغيرها من الأساليب التي تقدم الصورة الكاملة لهذا السوق، وطبيعته، وأنشطته.

---

[*] كان معروفاً سابقاً بوحدة سوق رأس المال الإسلامي. وهو يعتبر الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

ثالثاً: أهمية سوق رأس المال الإسلامي:

يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الإسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات **أهمها:(مركز تطوير صناعة الأوراق المالية ،2004،ص54)**

1) **توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية**

يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية. وتشرف على هذا الجانب جهة رقابية شرعية لضمان مطابقة أنشطة هذا السوق لأحكام الشريعة الإسلامية مما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى حماية حقوقهم القانونية وإعداد كافة التشريعات والقوانين اللازمة وتقديمها للجهات المختصة، وتكييفها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

2) توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني:

يتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لاسيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق(*)، لتعزيز ثقة الجمهور بالجهات المصدرة للأدوات المالية الشرعية، كما توفر السوق الحماية القانونية في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق.

3) **الإشراف و الرقابة الشرعية على كافة المعاملات:**

أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسة، وهي مسئولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والعالمي بالتعاون مع مشاركي السوق، وقد اعتبرت الهيئة من الأهداف الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي جعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي. ولتحقيق هذا الهدف فإن الهيئة قد عملت على ترويج الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المحلي على المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، لجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية.

(*) تخضع عملية إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها للقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة،و تم تطبيق تلك التعليمات من تاريخ 26يوليو 2004**http://www.sc.com.my**

4) تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي:

يساهم سوق رأس المال الإسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص. وذلك من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة،ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم العوائد والأرباح المشروعة بعيداً عن الربا المحرم شرعاً،**(مركز تطوير صناعة الأوراق المالية،2004،ص6).**

كما يساهم هذا السوق في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعاً. وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا حيث حقق الاقتصاد الماليزي معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي.

المطلب الثاني

الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

الإسلام منهج شامل للحياة ليس فيما يتعلق بأمور العبادة فحسب، وإنما في جميع المجالات، ومن هذا المنطلق بات من الضروري إقامة سوق رأس المال الإسلامي، لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم. ويختلف هذا السوق اختلافاً تاماً عن سوق رأس المال التقليدي في جوانب متنوعة **أهمها**:

1) الإشراف و الرقابة الشرعية:

وتعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذا السوق والسوق التقليدي في ماليزيا، حيث يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة وضوابطها التزاماً تاماً، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق، حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة(*) باعتباره الإدارة المسئولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة. **(اللجنة الاستشارية الشرعية،2003،ص49).**

وقد أكدت "التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية Guidelines on the Offering of Islamic Securities،2004" (**)على الدور الأساسي للمستشار الشرعي في فحص وتحليل إصدار الأدوات المالية الإسلامية والتداول بها.

2) العمليات و الخدمات المقدمة خالية من أي محظور شرعي.

وتعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معالمه هو (إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أخذاً أو عطاءً) لاسيما في تداول الأوراق المالية، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيوع الغرر، والميسر،حيث يتم التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات

(*) الإدارة المختصة هي قسم سوق رأس المال الإسلامي " Islamic Capital Market Department ICMD" تخضع عملية إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها للقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة،و تم تطبيق تلك التعليمات من تاريخ 26يوليو 2004**http://www.sc.com.my**

(**) وهي التعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية للمتعاملين و الجمهور في سوق رأس المال الإسلامي عن النظم الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية في ماليزيا وضوابطها.

الشرعية، وإنما تعمل في دائرة المباح،حيث يتم استبعاد المصارف الربوية وشـــركات الخمـــور، والتأكد أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشريعة المقررة من اللجنة الشرعية.(**اللجنة الاستشارية الشرعية ،2005،ص17**).

3) اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية:

يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة بعض الأدوات الماليـــة التقليديـــة وفقـــاً لأحكـــام الشريعة مثل الأسهم العادية، وعقود الشراء من الأسهم الموجـــودة "Call Warrants"، وعقـــود الشراء من الأسهم المشتقة "Warrants"، وعقود المستقبليات. ويقـــوم بتفعيـــل الأدوات الماليـــة الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا. والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها. (**اللجنة الاستشارية الشرعية،2003،ص5**).

4) الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة: (*)

وتعد هيئة الأوراق المالية الماليزية المسئولة عن إصدار القوانين و دراسة الأدوات المالية في هذا السوق.

ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة: "التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية" "Guidelines on the Offering of Islamic Securities "، والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية "Guidelines Governing Islamic Stockbroking Companies" وغيرها. أما السندات التقليدية في ماليزيا فتخضع للتعليمات الخاصة بعرض سندات المديونية "Guidelines on The Offering of Private Debt Securities". (**)

كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لهذه الهيئة، أما السوق الثانوية للصكوك الإسلامية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وفقاً لنظام التحويل الإلكتروني الآني للأموال والأوراق المالية.

(*) الجهات المختصة هي هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية وغيرها طالما لم تخالف الشريعة الإسلامية. وكذلك قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة - Islamic Capital Market Department) (ICMD مسئول عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذا السوق. **http://www.sc.com.my**

(**) هي التعليمات الصادرة من هيئة الأوراق المالية الماليزية بخصوص عرض و تداول السندات في ماليزيا والإجراءات المتعلقة بها لتعريف المتعاملين.

Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities System "RENTAS "

كما توفر الجهات المعنية معلومات شاملة عن مختلف الجوانب المتعلقة بأي معاملة لاسيما المعلومات التي تؤثر على سعر الأدوات المالية المتداولة في السوق.

http://www.sc.com.my

ووفقاً للبيانات والمعلومات المنشورة حول سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، فإن أداء الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا يفوق أداء الأدوات المالية التقليدية المدرجة في البورصة الماليزية، وتتجه المعدلات اتجاهاً تصاعدياً ففي العام 2001 كانت بمعدل 78% و تصل إلى 86% حتى منتصف العام 2007. (*)

(*) أنظر الإحصاءات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية جدول رقم (1-3) ص 107

جدول رقم (1-3)

حجم الأسهم والصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا حتى عام 2007

الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	875 سهم
نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأسهم المتداولة	%86
حجم الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	685,14 بليون رينجيت ماليزي*
إجمالي حجم الأسهم المتداولة	1060,92 بليون رينجيت ماليزي
الصكوك الإسلامية	
حجم الصكوك المتداولة (يشمل الصكوك الحكومية)	112,2 بليون رينجيت ماليزي
نسبة الصكوك المتداولة من إجمالي السندات المتداولة	%49
الصكوك المقبولة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية	
عدد الصكوك	12صك
حجم الصكوك	3,76 بليون رينجيت ماليزي
حجم السندات الإجمالي المقبولة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية	13,22 بليون رينجيت ماليزي
نسبة الصكوك لإجمالي السندات المقبولة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزي	%28,46
صناديق الاستثمار	
صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	102 صندوق
إجمالي الصناعة	429 صندوق
صافي الأصول المضافة من صناديق الاستثمار	
صافي الأصول المضافة من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة	9,6 بليون رينجيت ماليزي
صافي الأصول المضافة لإجمالي الصناعة	134,2 بليون رينجيت ماليزي
نسبة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الصناعة	%7,2

* الرينجيت الماليزي هي العملة الوطنية المعتمدة في ماليزيا وتعادل 0.3 دولار

المصدر:الجدول من إعداد الباحث بالرجوع إلى موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية الالكتروني http://www.sc.com.my

المطلب الثالث

أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا (*)

إن هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسئولة بصورة كاملة عن متابعة كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والمتعلقة بإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والتأكد من التزام السوق بمبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية الغراء، والتزامه بالقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية المشكلة من قبل هذه الهيئة. أما السندات الحكومية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية مثل الإصدارات الاستثمارية الحكومية "Government Investment Issues –GII" فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي "Bank Negara Malaysia". (**http://www.bnm.gov.my**)

إن أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام رئيسة كما **يلي**:(**http://www.sc.com.my**)

أولاً: الملكية الإسلامية "Islamic Equity"

تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وما يتعلق بالأسهم مثل صناديق الاستثمار الإسلامية "Islamic Unit Trust Funds"، والتي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بطريقة البيع أو الهبة، وأما مؤشر الشريعة "Shariah Index" فلا يعد من الأدوات المالية بل هو مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا. وأهم عناصر ومكونات الملكية الإسلامية **ما يلي**:(**http://www.klse.com.my**)

1) الأسهم العادية (Ordinary shares) :

في التجربة الماليزية تدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية. وتتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعاً. فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة "Shariah Compliant Securities".

2) صناديق الاستثمار الإسلامية "Islamic Unit Trust Funds":

صناديق الاستثمار الإسلامية هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقاً لصيغ

(*) أنظر الشكل التوضيحي رقم (2-3) الذي يوضح أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ص 114

الاستثمار الإسلامية، والمعاملات الإسلامية، وعلى سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وصناديق الصكوك الإسلامية .

3) مؤشر الشريعة "Shariah Index"

المؤشر هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، وهو مقياس للتعرف على أداء سوق الأسهم بصورة عامة. وفي البورصة الماليزية يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، وأدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، وعلى سبيل المثال؛ عندما يصعد مثلاً مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات الموضوعة عليه قد ارتفعت بـ 5 نقاط. والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعوداً أو هبوطاً، ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية **هما**: **http://www.sc.com.my**

1) المؤشر الشرعي كوالالمبور "Kuala Lumpur Shariah Index – KLSI"
2) المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة – داو جونز

"Dow Jones- Rashid Hussain Berhad Islamic Malaysia Index"

تم تصميم المؤشر الشرعي كوالالمبور(*) بتاريخ 17أبريل/نيسان 1999م لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم، فالشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور تكون أنشطتها في دائرة الحلال، ولا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية.

أما المؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة – داو جونز ،فقد بدأ العمل به عام 1992م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة "Rashid Hussain Berhad" (**)، ولكنه طرح في 10 مايو/ 1996م رسمياً، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة

(*) في ذلك الحين عرف بالمؤشر الشرعي لبورصة كوالالمبور للأوراق المالية " Kuala Lumpur Stock Exchange Shariah Index"

(**) وهو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا في الوقت الحاضر.

"Rashid Hussain Berhad Shariah Index [RHBSI]" . ومنذ شهر يناير/ كانون الثاني 1998م، أصبح المؤشر يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها "Shariah Panel of RHB" ، وهذا المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية. ويعرف في الوقت الحاضر بالمؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة – داو جونز لأنه يخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسة في البورصة والمرخصة بها من اللجنة الاستشارية الشرعية.

ثانياً: الصكوك الإسلامية "Islamic Bonds"

في التجربة الماليزية، تعرف الصكوك الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية(**هيئة الأوراق المالية الماليزية ،2004،ص36)**، ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وأما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي. وتصدر هذه الصكوك على أساس عقود شرعية، وبضوابط تنظم إصدارها، وتختلف أحكام الصك تبعاً لاختلاف العقد أو الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها، ويخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول ،وإحدى خصائصها العائد على أساس نسبة من الربح المتحقق، وليس على أساس الفائدة التي هي نسبة ثابتة من رأس المال، وتتماشي أدواتها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية وضوابطها. ويمكن تصنيف الصكوك الإسلامية حسب الجهات المصدرة كما **يلي**:

1) **الصكوك الإسلامية الحكومية**

الصكوك الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي أصدرتها الحكومة الماليزية بمثابة شهادات الاستثمار الحكومي "Government Investment Certificates GIC"، وتم أصدراها في أوائل عام 1983م. وتعتبر هذه الشهادات أول شهادات دون فائدة صادرة عن الحكومة الماليزية. وفي يوليو/تموز1983م، وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية "Government Investment Issues –GII". وهي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا. والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية، وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدماً،(**البنك المركزي الماليزي،1994،ص185)**، وهذا يعطي البنك الإسلامي الماليزي وكافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي القدرة على استثمار أموالهم في المجالات

الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات (**هيئة الأوراق المالية الماليزية،2001،ص18**). وحالياً يقوم البنك المركزي الماليزي بطرح الإصدارات الاستثمارية الحكومية الجديدة المستندة إلى الربح وفقاً لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية، وهذه الطريقة ساهمت في تطوير إصدارات صكوك الحكومة الماليزية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية في السوق الماليزي تطوراً كبيراً. **http://www.bnm.gov.my** .

2) الصكوك الإسلامية للشركات

الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات(*)،عبارة عن إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة. وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990م، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق. وحالياً تصدر هذه الصكوك وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الآجل، والمرابحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والمشاركة(**) (**http://www.iimm.bnm.gov.my/index.php**).

ثالثاً: خدمات الوساطة "Intermediaries & Services"

إن فئة الوسطاء الماليين تلعب دوراً هاماً في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتعتبر وسيطاً بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقاً لأحكام الشريعة وهي خالية من عناصر محرمة شرعاً، وإحدى خدماتها هي توفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشترين عن كافة الأمور ذات الصلة بها. **http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pd**) أما الرقابة الشرعية أيضاً تعتبر إحدى الخدمات الجوهرية المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهذه لضمان التزام أنشطة في هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية،ومن أهم أقسام خدمات الوساطة المتوفرة في هذا السوق ما **يلي**:

1) السمسرة "Stockbroking"

يمكن تعريف السمسرة شرعاً بأنها الوساطة بين البائع والمشتري مقابل أجرة في غير عقد إجارة، والسمسار مسئول عن إتمام البيع والشراء في الأسهم المدرجة في البورصة

(*) كانت معروفة سابقاً بالصكوك الخاصة بالمديونية الإسلامية - Islamic Private Debt Securities)

(**) في هذه الدراسة سيتم التركيز على إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة والاستصناع والإجارة فقط، والتي تعتبرها الأدوات المالية المشهورة في ماليزيا، ولم تتطرق إلى الصكوك الإسلامية الحكومية لأن هيئة الأوراق المالية الماليزية حالياً أكثر اعتماداً و تركيزاً على الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة.

بأجرة.**(جعفر،2006،ص69)**، وفي التجربة الماليزية توفر بعض شركات السماسرة خدمة السمسرة الإسلامية "Islamic Stockbroking Services"، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط، والتي تسمح بها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للتداول بها، ومن أهم شركات السمسرة الإسلامية المشهورة في ماليزيا: **(http://www.sc.com.my)**

1- Bank Islam Malaysia Berhad – BIMB Securities Sdn Bhd

2- PTB Securities

وأما شركات السماسرة التقليدية و التي تحتوي على نوافذ السمسرة الإسلامية " Islamic stock-broker windows": (**http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pdf)**

1- Rashid Hussain Securities

2- AM Securities

3- TA Securities

و تشترط البورصة الماليزية أن يتم التعامل في الأسهم المدرجة بواسطة السماسرة المقيدين بالبورصة، وذلك لأن المتعاملين في البورصة لا يعرف بعضهم بعضاً، بل يكفي أن يعطي العميل أمره إلى سمساره ليقوم بإجراء العمليات اللازمة حسب القوانين والأنظمة المقررة في قواعد أعمال البورصة الماليزية للأوراق المالية "Bursa Malaysia Business Rules" حيث وفرت هذه القواعد التعليمات العامة التي تتطلبها شركات السماسرة لتوفير خدمات السمسرة الإسلامية. والغرض الأساس لهذه الخدمات هو مساعدة المستثمرين المسلمين على التعامل في البورصة.**(جعفر،2006،ص70)**.

2) إدارة الاستثمار "Investment Management"

إدارة الاستثمار عبارة عن أعمال الإدارة لمحفظة الأوراق المالية التي تديرها وتمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات المعينة لغرض الاستثمارات نيابة عن عملائها. **(هيئة الأوراق المالية الماليزية،2006،ص34)** وهذه الشركات يتوافر فيها الصندوق الخاص لتوفير الموارد المالية من عملائها كالأفراد الذين يملكون من الأموال أكثر من 1 مليون رينجيت ماليزي، أو المؤسسات المعينة مثل صندوق التوفير للعاملين، والمؤسسات الحكومية الماليزية، وشركات صناديق الاستثمار و التي لديها من الأموال أكثر من 50 مليون رينجيت ماليزي. وفي هذه الحالة، تكون شركات إدارة الاستثمار مسئولة مسؤولية كاملة عنها لأن تستثمر مجموعة الموارد المالية من عملائها في مجال الاستثمارات المعينة. وتكون إدارة الصندوق

"Fund Manager" وسيطاً ووكيلاً عن عميله في تنفيذ كل الإجراءات المتعلقة بإدارة الاستثمار.

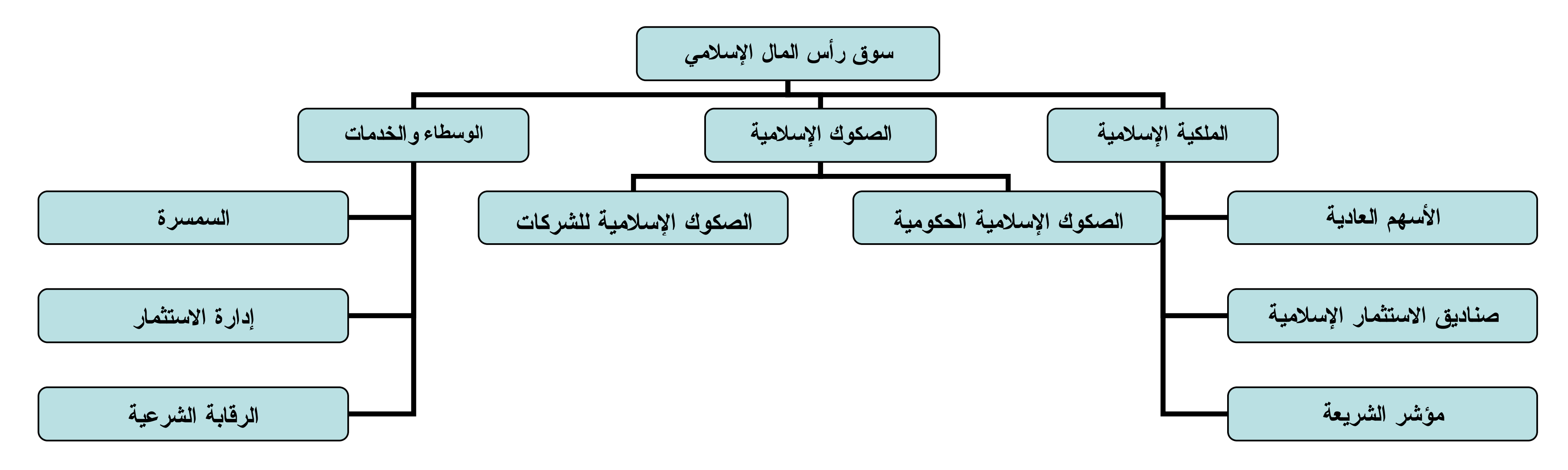
وتركز صناديق إدارة الاستثمار الإسلامية في ماليزيا حالياً على أصحاب المدخرات الصغيرة حيث تتجمع من الأموال لتشكيل محافظ استثمارية وفق مبدأ التنويع الذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار، وتستثمر هذه الصناديق في مجال الاستثمارات المتوافقة مع الضوابط الشرعية، وعمل ودور هذه الصناديق فعلياً كالوسطاء أو الوكلاء للمدخرات. ودور إدارة الاستثمار في السوق الماليزي الحالي أشمل من هذه الصناديق.

3) الرقابة الشرعية

إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خاضع للرقابة الشرعية. وتعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية الجهة الرقابية الشرعية العليا، وقد أسست من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتمارس الرقابة في هذا السوق بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة ،والذي يقوم بدراسة الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق وتحليلها بدقة. بالإضافة إلى المستشارين الشرعيين المستقلين الذين يلعبون دوراً هاماً في عملية إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة. **(http://sc.com.my)**.

شكل رقم (2-3)

شكل توضيحي لأدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا



المصدر:إعداد الباحث بالرجوع إلى الموقع الالكتروني للبورصة الماليزية http://www.klse.com.my

وموقع هيئة الأوراق المالية الماليزية الالكتروني http://www.sc.com.my

المطلب الرابع

دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

شهد سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1990م بسبب تشجيع الحكومة الماليزية ودور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير هذا السوق وفق استراتيجيات واضحة ومحددة ، لكي تصبح بديلاً شرعياً للسوق التقليدي. ومن الإستراتيجيات الفاعلة التي انتهجتها الهيئة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ما **يلي**:

أولاً: توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي

تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعاملي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذا السوق من وقت لآخر. وهذا للتأكد من أن معاملاته تسير وفقاً لأحكام الشريعة والتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة.**(اللجنة الاستشارية الشرعية،2003 ،ص2-3)**

ثانياً: التخطيط لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي

طرحت هيئة الأوراق المالية الماليزية في عام 2001 الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي واشتملت على ست أهداف جوهرية منظمة، و تم تسميتها الخطة الشاملة، وهي مبنية على رؤية للوضع الإستراتيجي والاتجاه المستقبلي لتطوير سوق رأس المال الماليزي لعشرة أعوام من2001 حتى 2010، وأحد أهدافها الجوهرية هو اعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي. ولتحقيق هذا الهدف عرضت الهيئة عدداً من الإستراتيجيات المختارة الجوهرية **منها: (هيئة الأوراق المالية الماليزية،2001،ص33-35).**

1) توفير المنتجات والخدمات التنافسية ذات الصلة بسوق رأس المال الإسلامي بشكل مستمر.
2) خلق سوق فعّالة لتعبئة الصناديق الإسلامية بكفاءة وفعالية.
3) التأكد من أن ماليزيا توفر أطراً تنظيمية وضريبية ومحاسبية ملائمة وشاملة لسوق رأس المال الإسلامي.
4) الحصول على اعتراف دولي باعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.

ثالثاً: تعيين هذه الهيئة رئيساً للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية

لعل من مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة و تطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيساً للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية "International Organization of Securities Commission – IOSCO" كي تقوم بدورها في الأنشطة والعمليات في سوق رأس المال الإسلامي، واعترفت سوق داو جونز الإسلامية "Dow Jones Islamic Market –DJIM" بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي، واعتبرته نموذجاً عالمياً في القطاع المالي الإسلامي **(مركز تطوير صناعة الأوراق المالية،2004، ص6).**

كما أن الحكومة الماليزية تدعم وتشجع باستمرار كافة الجهود التي تبذلها الجهات المعنية لتطوير المعاملات والخدمات المالية الإسلامية، لتلبية احتياجات الاستثمار والتمويل الإسلامي في المستويات المحلية والعالمية.

رابعاً: توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي

حيث أصدرت الهيئة التعليمات والتشريعات اللازمة، وتحرص على تقديم توجيهات وإرشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم. ومن إصدارات الهيئة في هذا المجال ما **يلي: (تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية،2004-2005).**

1) التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار "Guidelines on Unit Trust Funds"

أصدرت الهيئة التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار في عام 2002م، والتي تقضي بضرورة تقديم المعلومات والإجراءات المعنية، وبالذات التعليمات المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين. و قد تم إصدار قانونين "Practice Notes" تتعلق بإدارة صناديق الاستثمار وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا، **هما:(التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية 2002، ص.22)**

- البند رقم 18 "Practice Note 18 – PN18": المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق والذي ينص على أن تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية المعينة فيه. وهذا البند قد تم تطبيقه بالفعل في يناير/كانون الثاني 2003م.
- البند رقم 19 "Practice Note 19 – PN19": تقوم إدارة الصندوق فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات التسجيل وتعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة المتعلقة بالمعاملات فيها. هذا البند قد تم تطبيقه بالفعل في يوليو/تموز 2002م.

2) التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية

"**Guidelines on the Offering of Islamic Securities**"

من الجهود المبذولة لتطوير الأمور الرقابية أصدرت الهيئة التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية في يوليو/تموز 2004م . وهي التعليمات لتوجيه المتعاملين في هذا السوق حول الإجراءات المتعلقة بإصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وضرورة توفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها. وركزت التعليمات أيضاً على تعيين المستشار الشرعي المستقل وبيان دوره في مجال الصكوك الإسلامية(*). وأكدت التعليمات ضرورة التزام الجهات المصدرة والمستثمرين الراغبين في إصدار الصكوك الإسلامية والتداول بها بهذه التعليمات وإتباع التوجيهات. (**هيئة الأوراق المالية الماليزية،2004،ص65**)

3) التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقاري الإسلامي

(Guideline for Islamic Real Estate Investment Trusts)

وهي التعليمات المتعلقة بالاستثمار في العقارات وفقاً لأحكام الشريعة. وتم إصدارها في 21 نوفمبر/تشرين الثّاني 2005م، وتساهم هذه التعليمات بتسهيل التطور الإضافي في منتجات سوق رأس المال الإسلامي لتصبح ماليزيا الدولة الرائدة في قطاع التمويل الإسلامي الدولي و نموذجاً لتطور الاستثمار العقاري الإسلامي على المستوى الدولي، وفتح المجال للمستثمرين الدوليين الراغبين للاستثمار في ماليزيا، حيث يمكن أن يستثمروا في مجال العقارات في ماليزيا بدون الحاجة للملكية المباشرة لتلك العقارات. وتم صياغة هذه التعليمات وفقاً للمعايير الشرعية لتوجيه الشركات الإدارية في أنشطتها المتعلقة بالاستثمار العقاري الإسلامي (**التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية،2005،ص.22**)

ونتيجة هذا الدور التي تقوم به الهيئة في إصدار التعليمات والتشريعات كما تم بيانها، ازدادت ثقة المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي.(**)

خامساً: توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

وتلعب الهيئة دوراً بارزاً في إيجاد التوعية والمعرفة بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لدى جمهور المسلمين لاسيما المتعاملين في السوق والموظفين فيه، والباحثين والمحللين المحليين أو الأجانب في مجال سوق رأس المال الإسلامي، وهذه من خلال مشاركة الهيئة في الدورات التدريبية المكثفة، والندوات والمؤتمرات في المحافل المحلية أو الدولية.

(*) دور المستشار الشرعي فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية في ماليزيا سيتم مناقشته في المباحث اللاحقة

(**) انظر جدول رقم (2-3) الذي يبين حجم التعامل بالأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتطورها خلال فترة الدراسة (2001-2006)، ص 133

وتتيح الهيئة أيضاً الفرصة لأعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية لحضور المؤتمرات أو الندوات الدولية لتشجيع تبادل المعرفة والأفكار، وتعميق فهمهم للأعمال المالية الإسلامية الحديثة.(**التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2004-2005،ص. 28**)

كما أنشأت الهيئة مركزاً لتطوير صناعة الأوراق المالية " Securities Industry Development Centre –SIDC". وهو مسئول عن عقد الندوات والمؤتمرات وتجميع المعلومات العامة المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي للهيئة ذاتها. كما أنشأت الهيئة المكتبة المختصة التي تحتوي على الكتب والدوريات والمجلات والمقالات المتعلقة بسوق رأس المال، والتي تعتبر مركزاً للمراجعة الرئيسة فيما يتعلق بهذا السوق للموظفين من داخل الهيئة والجمهور (**http://www.sc.com.my**)، بالإضافة إلى توفير المناقشات الدورية لطلبة الجامعات المحلية في طرح المعلومات والمعرفة لديهم فيما يتعلق بتطوير هذا السوق في ماليزيا.

وقد ظهر دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال الخطوات السابقة، بالإضافة إلى ثلاثة عناصر أساسية لتدعيم هذا السوق **هي**:

1) الالتزام الكامل من قبل الحكومة الماليزية بتدعيم وتعزيز هذا السوق.
2) رغبات المستثمرين والجهات المصدرة والتزامهم بتعليمات هذا السوق بسبب نجاح قطاع العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا.
3) ظهور الخبراء والمتخصصين في المعاملات المعاصرة بإبداء الآراء الشرعية وإقامة المناقشات الدورية بالجهات المعنية في تطوير هذا السوق، واستفادة كافة الجهات ذات الصلة به.

والخلاصة أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يختلف عن السوق التقليدي اختلافاً تاماً في جوانب متعددة. وفي الوقت الحاضر، تطور هذا السوق جنباً إلى جنب مع السوق التقليدي. وتحاول الحكومة الماليزية لاسيما وزارة المالية الماليزية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي ليصبح مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي. ويصبح هذا السوق بديلاً من السوق التقليدي الحالي ونموذجاً للمستثمرين، والوسطاء الماليين، والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ويعتبر دور هيئة الأوراق المالية في تطوير هذا السوق أيضاً مهماً لتحقيق أحد أهداف الخطط الرئيسية بأن يصبح هذا السوق مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الثالث

سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في ميزان الفقه الإسلامي

تعتبر وظيفة الرقابة الشرعية هي إحدى الوظائف الأساسية التي تقوم بها إدارة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، كما أنها تمثل ضرورة لغيرها من الوظائف المتعلقة بإدارة المعاملات والأنشطة في السوق.

وتم استحداث الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي للتأكد من أن الأنشطة في هذا السوق ومعاملاته تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وقد كانت هذه المهمة الرقابية منوطة باللجنة الاستشارية الشرعية. ويرتبط ظهورها مع بدء تأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

و تساهم الرقابة الشرعية بدور فعال في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. إذ أن التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقة المتعاملين فيه مما يزيد من مستوى أدائه. يحاول في هذا المبحث بيان مفهوم الرقابة الشرعية واستعراض تاريخ نشأتها ، بالإضافة إلى دورها في هذا السوق.

المطلب الأول

الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

نشأتها وماهيتها

أولاً : تعريف الرقابة الشرعية:

هي التأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى، أو هي التحقق من تنفيذ الفتاوى الصادرة عن جهة الاختصاص، وإيجاد البدائل والصيغ المشروعة لأية أعمال تخالف الأحكام الشرعية.(**مجلة الاقتصاد الإسلامي،1996،ص43**)

يستخلص من التعريف السابق أهم أهداف الرقابة الشرعية **وهي**:

1) التأكد من أن أنشطة المؤسسات المالية الإسلامية تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية حسب الفتاوى والقرارات الصادرة عن جهة الفتوى والتحقق من تنفيذ تلك الفتاوى الصادرة
2) إيجاد البدائل والصيغ الشرعية التي لا تتعارض مع الأحكام الشرعية للمعاملات التي تمارسها المؤسسات المالية الإسلامية.
3) فحص وتحليل جميع أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وأنشطتها لضمان مدى التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

ثانياً: ماهية الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع ظهور قسم سوق رأس المال الإسلامي في هيئة الأوراق المالية الماليزية، لأن بعض الأنشطة في هذا السوق يحتاج إلى الاجتهاد، لذلك كانت الحاجة ماسة لإيجاد هذه الجهة.

وفي التجربة الماليزية، فإن الرقابة الشرعية تمارس من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية. وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وتمثل الأساس لمشاركي السوق والمستثمرين المسلمين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا.(**http://www.sc.com.my**).

ثالثاً: نشأة الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بتوفير كافة المتطلبات اللازمة لتطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ومن أهم خطواتها الجوهرية:(**اللجنة الاستشارية الشرعية، 2003،ص54**).

الخطوة الأولى: تأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي:

"Islamic Capital Market Department ICMD"

في خطوة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، اتخذت هيئة الأوراق المالية الماليزية القرار بإنشاء قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994م. و يتولى قسم التطوير والإستراتيجية الرقابة عليه ، وهو يمثل الجهة الإدارية لهذه الهيئة في عمل الدراسات المتعلقة بأنشطة ومعاملات سوق رأس المال الإسلامي والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق.

ومن الوظائف الأساسية لهذا القسم الاهتمام بالدراسات والبحوث الخاصة بإقرار الأدوات المالية الإسلامية، وبعض الأدوات المالية التقليدية التي تتم وفقاً لأحكام الشريعة، وهو مسئول مسؤولية كاملة عن إصدار القوانين المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، وتعديل القوانين التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية ليتم تنفيذها في السوق، ومعاقبة المخالفين للقوانين.(**هارون ،1999،ص211**)، بالإضافة إلى دراسة وتقييم الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية من منظور شرعي، وتقديم نتائج دراسته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية حيث تقوم بعرضها على قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة(*)، لذا معظم المستثمرين المسلمين الراغبين للاستثمار في الأسهم المدرجة في القائمة الرئيسة في البورصة الماليزية، لا بد أن يراجعوا هذه القائمة للتأكد من مطابقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، ومساعدة المستثمرين القدامى للتأكد من أداء الشركات المساهمة من وقت لآخر.

وتقوم هيئة الأوراق المالية الماليزية بجمع المعلومات عن الشركات من عدة مصادر مختلفة، مثل التقارير المالية السنوية للشركات، وردود الشركات على الاستفسارات الصادرة عن الهيئة للحصول على المعلومات التفصيلية عن الشركات، للتأكد من أن أنشطة كل الشركات المدرجة في البورصة الماليزية لم تكن مخالفة للشريعة(**هيئة الأوراق المالية الماليزية،2005،ص14**).

(*) ويتم العرض والتدقيق على هذه القائمة مرتين سنوياً (شهر أبريل/نيسان وأكتوبر/تشرين الأول) بعد الحصول على الدعم من اللجنة الاستشارية الشرعية .

ويضم قسم سوق رأس المال الإسلامي العديد من الكوادر المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية، لاسيما المتخصصين في فقه المعاملات، والمالية الحديثة. والذين ينسب لهم الدور الأكبر في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطوراً ملحوظاً.

ويقوم قسم سوق رأس المال الإسلامي بتقديم نتائج دراساته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لاتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بتلك القضايا. و بذلك يستفيد متعاملي ومشاركي السوق بالقرارات الصادرة عن هذه اللجنة لاسيما الشركات المساهمة، والمستثمرون، والمؤسسات المالية، والحكومة الماليزية نفسها. **(قسم رأس المال الإسلامي في هيئة الأوراق المالية الماليزيةhttp://www.sc.com.my)**.

الخطوة الثانية: تأسيس اللجنة الاستشارية الشرعية

"Shariah Advisory Council – SAC"

شهدت دراسة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نشاطاً مكثفاً بعد تأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي. وقد اتخذت الهيئة العديد من الخطوات لتحقيق أهدافها المتعلقة بتطوير هذا السوق منها إعداد سلسلة اللقاءات الفقهية بين العلماء المحليين والدوليين في الجامعات الماليزية، ومجلس الإفتاء وجمعية العلماء الماليزيين بالتعاون مع المركز الإسلامي الماليزي وغيرها.

وقد نجم عن هذه الاجتماعات واللقاءات، وبدعم من وزارة المالية الماليزية، نشأة اللجنة الشرعية الخاصة في 10 أكتوبر/تشرين الأول 1994 ، وعرفت باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية "Islamic Instrument Study Group – IISG" . و تعتبر هذه اللجنة لجنة استشارية مساندة، وتتألف هذه اللجنة من المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية الإسلامية والنظام المالي التقليدي، ويساعدهم في هذا المجال خبراء في التمويل والموارد المالية والمعاملات المصرفية الإسلامية. و قد عقدت اللجنة أول اجتماع لها في 24 مارس 1995، ومنذ ذلك التاريخ عقدت ثمانية اجتماعات خلال عام 1995 لمناقشة القضايا المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. **(قسم رأس المال الإسلامي في هيئة الأوراق المالية الماليزيةhttp://www.sc.com.my)**.

وأهم وظائفها دعم هيئة الأوراق المالية الماليزية لسوق رأس المال الإسلامي لاسيما مساعدتها في دراسة صلاحية بعض الأدوات المالية المتداولة في السوق التقليدي من منظور شرعي، وإيجاد البدائل الشرعية لها.

وبعد عام على تأسيسها، حققت هذه اللجنة نجاحاً باهراً في دراسة أسس تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. بناءً عليه فقد اعتبرتها هيئة الأوراق المالية الماليزيـــة تلعـــب دوراً هاماً وحيوياً في هذا السوق، فازدادت الحاجة إلى خطوات فعالة لتوسيع دورها لاعتمادها كجهة رسمية ومنظمة، فحلت اللجنة الاستشارية الشرعية محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في 16 مايو 1996 وتولت مسؤوليتها الرسمية بالاتفاق مع وزارة الماليـــة الماليزيـــة. **(اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية،2003، ص. 4-5).**

وتتولى هيئة الأوراق المالية الماليزية اختيار وتعيين أعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية، و تحديد مكافأتهم، ومدة تعينهم، بالإضافة لدراسة الأدوات المالية الإسلامية لأن مسؤوليتها لا تقتصر على دراسة الأدوات المالية التقليدية القائمة من منظور شرعي فحسب، بل التأكد من أن الأنشطة في سوق رأس المال الإسلامي تتوافق مع أحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك دورها التطويري لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

ولتحقيق هذا الهدف، تقوم هذه اللجنة بالتعاون مع الجهة الإدارية " قسم سوق رأس المال الإسلامي " في جمع البيانات والمعلومات من خلال الدراسات المقدمة من الإدارة، ليتم اتخاذ القرارات و التوجيهات والإرشادات المناسبة.

رابعاً: خطوات دراسة المعاملات المعاصرة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية والجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية بعقد اجتماعات دورية و طارئة لمناقشة واتخاذ القرارات المناسبة بشأن القضايا المعاصرة المطروحة عليها. وتتخلص خطوات الدراسة حول المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي بما **يلي**: (**http://www.sc.com.my**)

1) تقوم الجهة العليا لهيئة الأوراق المالية الماليزية بتقديم طلب لقسم سوق رأس المال الإسلامي لعمل دراسات معمقة ودقيقة في إطار أنشطة سوق رأس المال الإسلامي المعاصرة لاسيما أسس الاستثمار وقواعدها، والأدوات المالية المتداولة والجديدة.
2) يتم مناقشة تلك القضايا أو المعاملات على مستوي الخبراء والمختصين في مجال المعاملات المالية الإسلامية والمعاصرة.
3) يتم دراسة وتحليل من قبل الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية من الناحية التقليدية والشرعية.
4) تقدم نتائج الدراسة من قبل الجهة الإدارية إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهذه الهيئة.

5) في حالة ما تكون نتائج الدراسة غير مقتنعة يتم إعادتها ثانية للجنة.
6) يتم اتخاذ القرار من قبل اللجنة، ويشترط لقبول القرار و تبنيه أن يكون سليم من وجهة نظر شرعية ويراعي عرف البلاد ومصلحة الأمة.
7) يتم تسجيل القرار و تقديمه إلى الجهة العليا لهيئة الأوراق المالية الماليزية.
8) إصدار التشريعات أو التعليمات اللازمة لتسهيل تنفيذ القرار.
9) إعلام وتبليغ الجهات الإدارية المعنية بالقرار.

المطلب الثاني

دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تقوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بالعديد من المهام في مجال الرقابة والمراجعة، وتقديم الاستشارات، وإصدار القرارات، والتوعية والتوجيه والتدريب للعاملين، وتفعيل وتطوير الأدوات المالية، والرد على أسئلة واستفسارات المتعاملين ويمكن عرض أهم هذه المهام فيما **يلي**: **(هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2002، ص.6).**

1) الرقابة

تعتبر اللجنة السلطة العليا في مراقبة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والتأكد من أن معاملاته تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية، وأدواتها وفقا للشريعة.

2) مركز للاستشارة والمراجعة

وتعتبر هذه اللجنة مركزاً للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذا السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمور المرتبطة بهذا السوق إن طلب منها، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية.كما إنها أيضاً مسئولة عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين، ومساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية. كما تقدم التوجيهات المتعلقة بالتعامل بالأوراق المالية التقليدية، وإقرار الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.

3) إصدار القرارات المتعلقة بكافة القضايا الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي لتوجيه جمهور المسلمين.

وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من المخالفة للآراء الشرعية لدى الفقهاء الماليزيين. ويساهم المستشار الشرعي الداخلي المستقل في هذه اللجنة لاسيما في إصدار الصكوك الإسلامية بدور بارز في تقرير الرأي الشرعي والإرشادات المتعلقة بالعمليات الداخلية للشركات فقط، ولا تقع عليه مسؤولية إصدار القرارات لجمهور المسلمين ككل.**(التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2002،ص2-30).**

4) الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية

تتولى اللجنة الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، وتوجه إليها الأسئلة من الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وسائر الباحثين أو الموظفين فيها، أو الشركات المساهمة، أو المستثمرين، أو الحكومة الماليزية نفسها، بما في ذلك جمهور المسلمين ليعرفوا مدى التزام هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.

5) توعية العاملين والمتعاملين

تقوم اللجنة بالتوعية والتعريف بنظام التمويل الإسلامي في ماليزيا، من خلال عقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات. وتتيح الفرصة للخبراء الشرعيين في مجال المعاملات المالية المعاصرة، والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمعاملات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية، بجانب إمكانية تطبيق المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في السوق المالي الإسلامي في ماليزيا. وكيفية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها، وتشجيع المستثمرين المسلمين المحليين للاستثمار فيها.

وعلى الرغم من الدور الهام الذي تقوم به اللجنة الاستشارية الشرعية، إلا أن هذا الدور لم يصل إلى مرحلة استحداث أدوات مالية إسلامية خاصة. وانحصر هذا الدور في اتجاهين أساسين **هما**:

1) **دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة.**

واتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة و المتداولة في سوق رأس المال التقليدي " البورصة "، والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشروط معينة، وعلى سبيل المثال، الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة، وعقود المستقبليات. لذلك كانت هناك ضرورة لتقليل التعامل بالأدوات المالية التقليدية وزيادة الأدوات المالية وفقا لأحكام الشريعة.

2) **تفعيل الأدوات المالية الشرعية.**

ويكون ذلك عن طريق تكييف الأدوات المالية الإسلامية، والتي لا تتداول في سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، إنما يتم تداولها في سوق مستقل أي سوق رأس المال الإسلامي. وتلعب اللجنة الاستشارية الشرعية دوراً كبيراً في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية " قسم سوق رأس المال الإسلامي". ومن أهم الأدوات المالية الشرعية المتداولة في ماليزيا الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركات

الخاصة على أسس البيع بالثمن الآجل، والمرابحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والمشاركة، حيث يقوم المستشار الشرعي المتخصص في رقابة المعاملات بمراجعتها و تقييمها بما يتوافق مع المعاملات الشرعية

أن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضاً بالرقابة الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية تلعب دوراً عظيماً في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتضطلع بالأعباء الكبيرة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالأدوات المالية الشرعية أو تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في معاملات السوق، ويتم ذلك بالتعاون مع الجهة الإدارية لهذه الهيئة، وعمل الدراسات المعمقة في القضايا المعاصرة المرتبطة بأنشطة السوق. والتعاون بينهما يؤدى بهذا السوق إلى تحقيق النجاح الأفضل حتى يتمكن من المنافسة على المستوى العالمي، وتعزيز ثقة المتعاملين المحليين والأجانب للاستثمار في السوق دون أدنى شك وإصدار نشرات دورية بالقرارات الشرعية الصادرة عنها والمطبوعات الخاصة بها.

المطلب الثالث

دراسة الأدوات المالية التقليدية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية

يقوم الاتجاه الأول من اللجنة الاستشارية الشرعية على دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية من منظور شرعي، وكونها أدوات مالية قابلة للتعامل بها لدى المستثمرين المسلمين والجهات المعنية للاستثمار فيها. ولا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن أهم هذه الأدوات المالية المتداولة في السوق الماليزي **ما يلي** : **(http://www.sc.com.my)** .

الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة

يندرج في إطار الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة والمتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة " Call Warrants"، وشهادات الاكتتاب القابل للتحويل أو شهادات الشراء من الأسهم الجديدة "Transferable Subscription Rights – TSR/Warrants".

أولاً: الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية في البورصة الماليزية للأوراق المالية، أقرب الأدوات المالية توافقاً مع أحكام الشريعة، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها. وتخضع قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنوياً، فأي تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي من عمليات محرمة شرعاً.

فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية، وسمحت بتداولها والاستثمار فيها لأول مرة في يونيو/حزيران 1997م، وبلغ عدد الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة في ذلك الحين371 ورقة بنسبة 57% تقريبا من مجموع الأوراق المالية المدرجة فيها.**(اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية،2003،ص108)**.

فحسب مقررات اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية الخامس في 23 أغسطس/آب 1995م، تم اعتماد أربع معايير أساسية لإقرار وتقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية وهي على النحو **التالي**:**(تقرير اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية،2001،ص20-22)**.

المعيار الأول:

أن يكون النشاط الأساسي للشركة خالياً من المعاملات الربوية، كما في المؤسسات المالية التقليدية مثل البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية، وشركات التمويل وغيرها. فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها وتعتبر خارجة عن قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة. فقد نصت قرارات اللجنة أن أنشطة الشركات وعملياتها الرئيسية المبنية على عنصر الربا حرام شرعاً.

المعيار الثاني:

إذا كان النشاط الرئيس للشركة هو التعامل بالقمار، أو الميسر، وما أشبه ذلك مثل الكازينوهات التي لا تلتزم بآداب الإسلام، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها، ولذا يمنع المستثمرين المسلمين من المساهمة في الشركات التي تتعامل بالقمار أو الميسر في أنشطتها، وهذا يؤدي إلى إخراجها من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

المعيار الثالث:

الشركات التي تتكون عملياتها قائمة على الغرر(*) كشركات التأمين التقليدية (التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت)، فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها. حيث يرتكز التأمين في هذه الشركات على اعتبار أن قسط التأمين من حق الشركة، وتلتزم الشركة بالتعويض عند تحقق الخطر أو الضرر الذي بسببه تم التأمين، فإن لم يحدث خطر أو ضرر كان القسط ملكاً للشركة بلا عوض، وإن كان مبلغ التأمين أكثر من قسط التأمين الذي تملكته فإنها تلتزم بدفعه. ومن هنا يكون نوعاً من القمار والغرر واضح فيه (**)، فهذا المعيار يمنع

(*) اتفق الجمهور على أن هناك ثلاثة شروط يُمكن أن يُعذر الغرر في المعاملات:

1) إذا كان الغرر يسيراً أو بسيطاً لا يمنع من صحة المعاملة والإجماع قائم على ذلك.
2) أن تدعو الحاجة إلى الغرر حاجة عامة مثل معاملات مطلوبة بالمجتمع.
3) أن يمكن التحرز من الغرر بلا حرج ولا مشقة، وهذا أيضاً بالإجماع فإن الغرر إذا لم يمكن التحرز منه إلا بوجود الحرج والمشقة فإنه معفو عنه. وقد جاء في القوانين الفقهية لابن جزي: " في بيع الغرر وهو ممنوع للنهي، إلا أن يكون يسيراً جداً فيغتفر" (**السالوس، 1996، ص. 202 -203**).

(**) أئمة الفقه، وعلماء الشريعة في القديم، ليس لهم أبحاث في التامين، ويمكن أن يقسم التأمين من حيث الهدف والشكل نوعان :

1) التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت
2) التأمين التعاوني أو التبادلي أو الإسلامي=

المستثمرين المسلمين من الاستثمار في هذه الشركات والتعامل معها، لأنه يعتبر من الغرر الفاحش وغير اليسير.

المعيار الرابع:

الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج وتسويق وتوزيع المنتجات بطرق محرمة شرعاً، فيحرم للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها. وهي **تتضمن**:

1) المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، وإنتاجها، وتسويقها
2) توزيع لحوم الخنزير في الأسواق
3) تقديم الخدمات اللاأخلاقية كالدعارة، والحانات، وغيرها.

فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها. وهناك أيضاً الشركات التي تتعامل بالمعاملات غير المشروعة كشركة المباني القائمة على بناء محل للقمار، والحانات وغيرها، و تعتبر هذه الشركات ملغاة من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

حيث تقوم اللجنة بتطبيق المعايير الأربعة الأساسية على الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية ، فأي سهم يحتوي على عناصر محرمة شرعاً، يتم استبعاده ولا يسمح بتداوله من قبل المستثمرين المسلمين .

التعامل مع لشركات ذات الأنشطة المختلطة بين الإباحة و الحظر:

أختلف العلماء المعاصرون في حكم المساهمة في الشركات التي نشاطها الرئيسي مباح، و لكنها قد تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقترض أو تودع بالفائدة على قولين.(**القره داغي، 1992م ،ص. 671-707**).

= وبعد الدراسة الوافية وتداول الرأي في حكم على التأمين، فقرر مجلس المجمع الفقهي بالإجماع، عدا فضيلة الشيخ مصطفى الزرقاء في تحريم التأمين التجاري بجميع أنواعها حيث قرر مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة انعقاد مؤتمره الثاني بجدة من 10-16 ربيع الآخر 1406هـ /22 – 28 كانون الأول (ديسمبر) 1985م، قرار رقم : 9(2/9) بشأن التأمين وإعادة التأمين، بأن عقد التأمين التجاري ذي القسط الثابت الذي تتعامل به شركات التأمين التجاري عقد فيه غرر كبير مفسد للعقد. ولذا فهو حرام شرعاً. أما التأمين التعاوني فهو جائزة شرعا بل هو أمر مرغوب فيه، لأنه يدخل في عقود التبرعات. **(السالوس، 1996م، ص. 371 – 390)**

بعض العلماء المعاصرين(*)، وعدد من الهيئات الشرعية(**) يحظرون التعامل في أسهم هذه الشركات. و يرون بأن منع المسلمين من المشاركة في الشركات التي تقع في الربا، يشجع المؤسسات والمصارف التقليدية على نبذ الربا، و يدفعهم إلى إيجاد طرق مشروعة لاستثمار رؤوس الأموال، فإنهم حين يرون امتناع المسلمين عن الاستثمار في الربا وهم بحاجة إلى رؤوس الأموال الإسلامية، وهذا من شأنه زيادة إقبال المسلمين على كل مستثمر يحرص على تنقية أعماله من شوائب المعاملات الممنوعة، سواء كانت شركات أو مصارف.

أما الفريق الأخر ومنهم اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية التي قررت جواز الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة ذات الأعمال المباحة أصلاً إلا أنها تتعامل ببعض الأمور المحرمة شرعاً.

ولكن جواز التعامل جاء مقيداً بالضوابط الشرعية ومنها أن يجوز التعامل بأسهم هذه الشركات سداً للحاجة الضرورية المتعلقة بعامة المسلمين، فامتناع المسلمين من شراء أسهم هذه الشركات يمكن أن يؤدي إلى توقف بعض الأنشطة التي تعتبر حيوية للمجتمع.

وحتى لا تصبح المسألة غير منضبطة قامت اللجنة الاستشارية الشرعية بوضع ضوابط و معايير اجتهادية للحكم على شرعية أسهم تلك الشركات المختلطة، فإذا كانت حجم أنشطة الشركات غير المشروعة أكثر من حجم الأنشطة المشروعة، فأسهم هذه الشركات خارجة من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا. وأهم المعايير **ما يلي (هيئة الأوراق المالية الماليزية ،2001،ص14-15).**

1) المؤشر 5%

هذا المؤشر يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في أنشطة مشروعة ومحرمة شرعا، مثل تعامل الشركات بالربا، والقمار، والخمر، ولحم الخنزير. وإذا كانت نسبة تعامل الشركات بهذه العناصر أكثر من 5%، فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء الأسهم الصادرة من هذه الشركات.

(*) ذهب إلى هذا القول الدكتور علي أحمد السالوس والشيخ صالح وآخرون بناءاً على القاعدة " إذا اجتمع الحلال والحرام غلب الحرام " وقاعدة " الملحوظ كالملفوظ "، (**القره داغي، 1992م ،ص. 671-707).**

(**) وممن ذهب إلى هذا القول: اللجنة الدائمة للبحوث العلمية والإفتاء بالمملكة العربية السعودية، وعلى رأسها سماحة الشيخ عبد العزيز بن باز رحمه الله، والهيئة الشرعية لبيت التمويل الكويتي، والهيئة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، وهيئة الرقابة الشرعية للبنك الإسلامي السوداني.

2) المؤشر 10%

هذا المؤشر لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في الأنشطة المشروعة والأنشطة التي تتضمن عناصر غير مشروعة، مثل المساهمة في أسعار الفائدة في حساب الإيداع الثابت من المصارف التقليدية، والأنشطة المتعلقة بالتبغ.

3) المؤشر 25%

يستخدم هذا المؤشر لقياس المستوى المختلط لمساهمة المستثمرين في الأنشطة المتوافقة مع أحكام الشريعة بصورة عامة ولتحقيق المصلحة العامة، ولكنه هناك عناصر أخرى تؤثر على منزلة الشريعة في هذه الأنشطة. ومنها؛ أنشطة وعمليات الفنادق والمصايف، وتعاملات الأسهم، والسمسرة وغيرها لأن هذه الأنشطة قد تتضمن أنشطة أخرى غير مشروعة.

وبناء على الضوابط والمؤشرات السابقة، فإن اللجنة الاستشارية الشرعية قد طرحت معايير الشركات المختلطة بين الأنشطة المشروعة والمحرمة شرعاً، ومنها كما **يلي**:
(هيئة الأوراق المالية الماليزية،2005 ،ص14-15).

- أن تكون الأنشطة الرئيسية للشركة متوافقة مع الشريعة، وأن تكون العناصر المحرمة المستخدمة في أنشطتها قليلة جداً في عمل الشركة وعلى وجه الخصوص ما يتعلق بقاعدة عموم البلوى(*)، والعرف، وحقوق غير المسلمين المقررة في الشريعة.
- أن تكون الشركة ذات سمعة حسنة من وجهة نظر المجتمع.
- أن تكون أنشطتها الرئيسية للمصلحة العامة، سواء أكانت من المجالات السياسية أم الاقتصادية أم الاجتماعية.

مما تقدم يتضح أن الرأي القاضي بجواز الاستثمار في الشركات المساهمة في ماليزيا التي تعتبر أنشطتها الرئيسية مباحة ولكن أنشطتها الفرعية مختلطة بعناصر محرمة شرعاً طالما كانت تقوم على معايير وضوابط أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وضوابط شرعية إضافية أقرب إلى منهج التشريع الإسلامي القائم على التيسير ورفع الحرج و يتماشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه منهج الإسلام لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين المحليين والأجانب في إيجاد فرص الاستثمار الأكثر توسعاً في ماليزيا.

(*) تعريفه في الاصطلاح الشرعي العام بأنه: الحادثة التي تقع شاملة مع تعلق التكليف بها، بحيث يعسر احتراز المكلفين أو المكلف منها، أو استغناء المكلفين أو المكلف عن العمل بها بمشقة زائدة تقتضي التيسير والتخفيف، أو يحتاج جميع المكلفين، أو كثير منهم إلى معرفة حكمها مما يقتضي كثرة السؤال عنه واشتهاره.(**الزحيلي،2005،ص571**).

وهذا لوجود حرج للشركات في تجنب العناصر المحرمة شرعاً في البيئة الاقتصادية المتقدمة في ماليزيا. وهذا لا يعني عدم الحاجة إلى البدائل الشرعية، والسعي لإيجادها لأن الهدف من وراء شراء أسهم هذه الشركات تغييرها نحو الحلال المحض.

مع ضرورة الاحتياط في هذه المسألة، فالمسئولون القادرون في الشركة وفي غيرها آثمون، إذا كان هناك مجال للتغيير ولا يقوموا بذلك. ولا يعتبر هذا الاجتهاد مسوغاً للمساهم الانتفاع بالمال الحرام الذي دخل في عوائد الشركة ولو كانت بنسبة ضئيلة، بل ينبغي تقديرها والتخلص منها عن طريق إعطائها للجهات الخيرية العامة، إن هذا الجواز لا يتعدي الضرورة، وإباحة المحظور للضرورة لا تعني إباحته مطلقة ولكن يجوز التعامل بها، ولكن بضوابط شرعية بناء على القواعد الفقهية ونصوص الفقهاء المبنية على عموم الشريعة ومبادئها.

والجدول التالي يوضح عدد من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصـــة الماليزية ونسبته للفترة 2001-2006م.

جدول رقم (2-3)

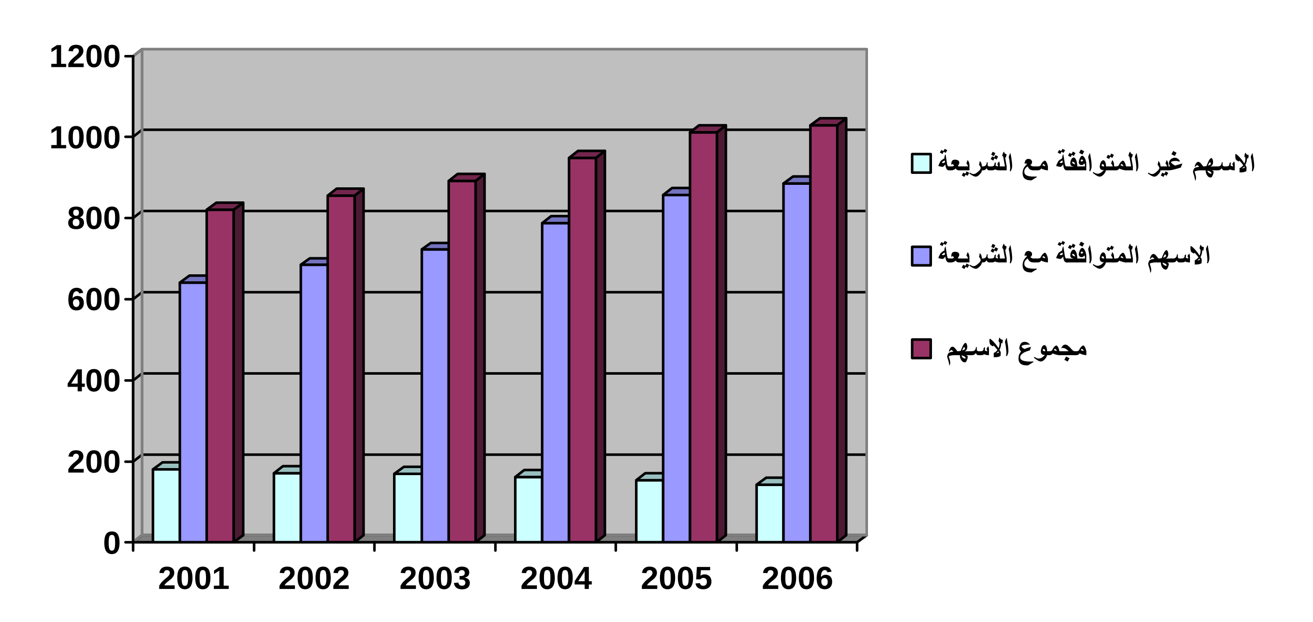
عدد الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية ونسبتها للفترة (2001-2006م)

السنة	عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية ونسبته	عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية ونسبته	مجموع الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية
2001	640 (%78)	180 (%22)	820
2002	684 (%80)	171 (%20)	855
2003	722 (%81)	169 (%19)	891
2004	787 (%83)	162 (%17)	949
2005	857 (%85)	154 (%15)	1011
2006	886 (%86)	143 (%14)	1029

المصدر : من إعداد الباحث بعد الرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لفترة زمنية (2001-2006م)

شكل رقم (3-3)

عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية للفترة (2001-2006م)



-يتضح من الجدول أعلاه والرسم البياني المرفق **ما يلي** :

1) نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية أعلى من نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة خلال سنوات الدراسة (2001-2006م)، وهذه النسبة تزايدت باتجاه تصاعدي من 78% في السنة 2001 إلى 86% في السنة 2006.

2) عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية كانت متزايدة باتجاه تصاعدي من 640 سهم في السنة 2001 إلى 886 سهم في السنة 2006.

3) النسب المئوية للأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية في اتجاه تنازلي خلال تلك السنوات الستة من 22% في السنة 2001 إلى 14% في السنة 2006.

4) عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية كانت متناقصة خلال سنوات الدراسة، من 180 سهم في سنة 2001 إلى 143 سهم في سنة 2006.

إن ارتفاع عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة كل سنة يدلل على ارتفاع مستوى التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعاً في كافة عملياتها. وهذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقة المستثمرين المسلمين للاستثمار فيها.

ثانياً: شهادات الشراء من الأسهم الموجودة "Call Warrants"

وهي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المستثمرين للاستثمار في الأسهم العادية، وهي عبارة عن شهادة تعطي لصاحبها الحق وليس الالتزام في شراء عدد معين من الأسهم العادية الموجودة في البورصة الماليزية أو عدم شرائه في فترة زمنية معينة وبسعر معين. ومن الخصائص الأساسية لهذه الشهادات **ما يلي**:**(هيئة الأوراق المالية الماليزية،2002،ص3)**

1) **الموجودات الأصلية** "Underlying Asset"

أن تكون الشهادات لها علاقة بالموجودات المحددة مثل الأسهم الصادرة عن الشركة. وتسمى هذه الأسهم بالموجودات الأصلية. وهذه الشهادات تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية الأسهم العادية بثمن محدد ويتم الاتفاق عليه مسبقاً في فترة محدودة.

2) **سعر التنفيذ** "Exercise Price"

وهو السعر الذي على أساسه تنفذ هذه الشهادات. وعادة ما يكون سعر التنفيذ هو سعر السوق للموجودات الأصلية مثل الأسهم في تاريخ التعاقد، فهو السعر الذي يمكن أن يشتري به حامل الأسهم في حالة خيار الشراء أو يبيع بها الأسهم في حالة خيار البيع إذ يستطيع الاختيار لتنفيذ الشهادات. ويحدد سعر تنفيذها في فترة إصدار الشهادات ذاتها.

3) **فترة التنفيذ** "Exercise Period"

إن فترة صلاحية هذه الشهادات محدودة، وبعد هذه الفترة فإن هذه الشهادات ليس لها قيمة مالية وغير قابل للاسترداد.

قرار اللجنة الاستشارية الشرعية بشأن شهادات الشراء من الأسهم الموجودة

اعتبرت اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في اجتماعها الرابع في 26 يوليو/تموز 1995، بأن شهادات الشراء من الأسهم الموجودة تعتبر إحدى الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الماليزي من منظور إسلامي بشرط أن تكون الأسهم الأصلية هي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، وإن لم تستند إلى هذه الأسهم فلا تعتبر أداة مالية.

وتم اعتماد التعامل بها بعد الدراسة المتعمقة، والإطلاع على حقيقة شهادات الشراء من الأسهم الموجودة، وتم إصدار القرار بجواز التعامل بها في السوق لأنها متوافقة مع أحكام الشريعة، وذلك وفقاً للعوامل **التالية**:**(تقرير اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية،2003،ص11-12)**

أولاً: إن هذه الشهادات تحقق النظرة الإسلامية للمال من حيث حق التملك(*) والحق المالي(**) ، ويمكن أن يسمح التداول بها في عملية البيع حسب شروط البيع وأركانه والآداب التي لا تتنافى مع أحكام الشريعة.

ثانياً: العرف المعمول به حالياً أن هذه الشهادات لها قيمة مالية في فترة معينة وقابلة للتداول بها، كما أنها شهادات معترف بها من الحكومة الماليزية، حيث تسمح لحاملها حق شراء شيء معين في فترة محددة، وذلك حسب قيمته الإسمية، ويسمح بتداولها في السوق الماليزي.

ثالثاً: فترة التنفيذ لهذه الشهادات وسعرها محدد ومعلوم، لذا فهي ليست مجهولاً قدراً وصفةً، وإذا بيعت في السوق الثانوية يتحدد سعرها حسب العرض والطلب من قبل البائع والمشتري، وفي هذه الحالة ينتفى عنصر الغرر.

رابعاً: يكون انتقال الملكية تاماً إذا جرت هذه الشهادات من البائع إلى المشتري، فلا حاجة إلى قبض حقيقي عيني "الأسهم" في هذا الشأن.

خامساً: شراء هذه الشهادات ليس مظنة شراء حق الخيار الذي منح بمقتضى عقد البيع، وإنما العقد منح للمشتري حق شراء مجموعة من أسهم الشركة الموجودة في فترة معينة، وله الاختيار في شراء الأسهم أم عدمها وليس الالتزام به.

ومن الجدير بالذكر، أن هذه الشهادات موجودة في وقت العقد لأنها تستند إلى الأسهم العادية القائمة والمتداولة في البورصة الماليزية، وكل ما يتعلق بالمال (وفي هذه الحالة هو الأسهم) فله قيمة مالية، ولكن إذا كانت الشهادات لا تستند إلى الأسهم، فهي لا تعتبر مالاً بل تعد حقا مجرداً ولا يجوز التعامل بها من منظور شرعي. ومن الشروط الأخرى لجواز التعامل بهذه الشهادات من منظور شرعي **ما يلي** :(**جعفر،2006،ص112**).

1) يجب على البائع والمشتري الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في عملية البيع حسب شروطه وأركانه.
2) أن تكون الأسهم الأصلية لهذه الشهادات وفقاً لأحكام الشريعة، والتي أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.
3) أن يكون سعرها محدداً مسبقاً ومعلوماً للابتعاد من عنصر الغرر.

(*) هو مجرد الإمكان والصلاحية للملك شرعاً.

(**) فهي التي تتعلق بالأموال ومنافعها ويستعاض عنها بمال أي التي يكون محلها المال أو المنفعة، مثل الأعيان المالية حيث يمكن بيعها والاستعاضة عنها بمال، كحق البائع في الثمن، والمشتري في المبيع ونحوها(**الزحيلي، 2005، ص. 2849-2850**). وكذلك يعتبر حق الدين وحق التملك يشملان في الحقوق المالية فتعتبر هذه الشهادات من حقوق مالية لأنها تتعلق بالمال الذي يكون محلها الأسهم الموجودة في البورصة.

ثالثاً: شهادات الشراء من الأسهم الجديدة

"warrants / Transferable Subscription Rights –TSR"

وهي شهادة يقوم المستثمر بشرائها تكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم جديدة للشركة في تاريخ لاحق ولا تلزمه بذلك، تصدر من الشركة بسعر محدد مسبقاً بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية فيما يسمى بسعر التنفيذ في فترة معينة. ليس لها قيمة مالية بعد فترة محددة، وتعرف بشهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لأنها قابلة للتحويل إلى الأسهم العادية إذا اختار حاملها الاكتتاب في الأسهم الجديدة في فترة التنفيذ المحددة. وبالنسبة لخصائصها الأساسية فهذه الشهادات قريبة من شهادات الشراء من الأسهم الموجودة، إلا أنهما تختلف في الأمور **التالية**:**(جعفر،2006،ص113)**

1) **الجهة المصدرة.**

إن الجهة المصدرة لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي شركات الوساطة المالية، في حين الجهة المصدرة لشهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الشركات المدرجة في البورصة الماليزية.

2) **الأسهم الأصلية.**

تعتبر الأسهم الأصلية في إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة أسهماً قائمةً في البورصة وليست إصدارات جديدة من شركات الوساطة المالية (لكن هذه الشهادات يجب أن تستوفي المتطلبات من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية)، بينما الأسهم الأصلية في إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الأسهم الجديدة التي ستصدر من قبل الشركات ذاتها.

3) **مدة الاستحقاق.**

إن مدة الاستحقاق لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي سنتين على الأكثر وأما شهادات الاكتتاب القابلة للتداول لها مدة استحقاق تصل إلى عشرة سنوات.

4) **عائد الشركة**

إن إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة لا يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة أو سيولة الأسهم فيها لأنها تصدر من قبل الوساطة المالية. بينما إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول يكون بهدف الحصول على سيولة من الأسهم الجديدة أو زيادة رأس مال الشركة.

لقد قررت اللجنة في اجتماعها السادس بتاريخ 5 أكتوبر/تشرين الأول 1995، بأن شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل إحدى الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الماليزي من منظور شرعي. وتقوم خصائصها على أساس النظرة الإسلامية للمال (كما هو الحال في شهادات

الشراء من الأسهم الموجودة) و لا تدخل في إطار بيع المعدوم(*). فارتباط هذه الشهادات بمسألة بيع المعدوم متعلقة بكمية الأسهم التي ستصدرها الشركة واكتتاب حامل الشهادات بهذه الأسهم فقط. لذا فإن الاجتماع قرر أن بيع المعدوم لم يثبت خلال التعامل في هذه الشهادات بل تعتبر بيع الموجود. وفقاً للمسوغات **التالية**:(**اللجنة الاستشارية الشرعية،2003،ص 44**).

1) **من حيث خصائص شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل**:

يجب أن تكون معلومة من حيث كميتها وصفتها ومقدارها ونوعها وثمنها.

2) **من حيث جهة الشركة المصدرة للأسهم الجديدة و من حيث فترة الإصدار**:

أن تقوم الشركة بإصدار هذه الأسهم في فترة زمنية معينة.

إن علة تحريم بيع المعدوم هو الغرر. وبذلك، إذا كان حدث بيع المعدوم بدون عنصر الغرر حيث المعقود عليه موجود بالتأكيد، والقدرة على التسليم في فترة محددة، ومعلوم الصفة والمقدار والثمن، فإنه بيع جائز شرعاً. وبناء على هذه الفكرة، فأن شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لا تعتبر شيئاً غير موجود ولا تتعلق ببيع المعدوم. (**الزحيلي، 1990م، ص. 1325)**

و حسب التجربة الماليزية، عادةً تصدر السندات التي تشمل عليها شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل معاً "Bonds with warrants"، وتصبح الجهة مصدرة للسندات وللأسهم الجديدة في نفس الوقت. وهي نوع من أنواع السندات الصادرة من الشركات الخاصة المدرجة في البورصة الماليزية، وتعرض الجهة المصدرة هذه السندات بقيمة إسمية للمكتتب الأول " الدائن"، وبالتالي يفصل المكتتب شهادات الاكتتاب القابلة للتداول عن السندات ويبيعها إلى حملة الأسهم أو للجهة

(*) إن بيع المعدوم أحد أنواع البيع الباطل، كما قال النووي: بيع المعدوم باطل بالإجماع، ودليله نهي رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر. ونهي الرسول عن بيع الإنسان ما ليس عنده فقد اتفق المذاهب على أنه لا ينعقد بيع المعدوم وما له خطر العدم، كبيع نتاج النتاج، وبيع الحمل الموجود لأنه على خطر الوجود.وبالرغم من ذلك، أن رأي بعض الحنابلة من ابن القيم وابن تيمية قد أجاز بيع المعدوم عند العقد إذا كان متحقق الوجود في المستقبل بحسب العادة، كما هو الحال في عقد السلم والاستصناع، لأنه لم يثبت النهي عن بيع المعدوم لا في الكتاب ولا في السنة ولا في كلام الصحابة، وإنما ورد في السنة النهي عن بيع الغرر، وهو ما لا يقدر على تسليمه، سواء أكان موجوداً أم معدوماً كبيع الفرس النافر والجمل الشارد، فليس العلة في المنع لا العدم ولا الوجود، بل إن الشرع صحح بيع المعدوم في بعض المواضع، فنراه أجاز بيع الثمر بعد بدء صلاحه، والحب بعد اشتداده، ومعلوم أن العقد إنما ورد على الموجود والمعدوم الذي لم يخلق بعد. وعلى هذا فبيع المعدوم إذا كان مجهول الوجود في المستقبل باطل للغرر لا للعدم، فالأصل إذن هو الغرر(**الزحيلي،1990م، ص. 1325)**.
و لقد ناقشت اللجنة الاستشارية الشرعية عن بيع المعدوم في اجتماعها الدورية في عام 1995 و1997 فيما يتعلق بقضية حق الشراء من الأسهم الجديدة، وعقود المستقبليات لزيت النخيل الخام حيث جاء قررها بأنها جائزة في هذه الحالة وقابل للتداول بها من منظور إسلامي. (**اللجنة الاستشارية الشرعية،2003،ص 44**).

المصدرة في السوق الثانوية. والسندات من هذا النوع و التي تم فصلها عن الشهادات لها سعر الفائدة المنخفضة ويتم بيعها للمستثمرين في السوق الثانوية بسعر الخصم للحصول على معدل العائد المناسب. **(مركز تطوير صناعة الأوراق المالية،2001،ص 10).**

و الملاحظ أن هذه الشهادات مرتبطة بشيء محرم شرعاً "السندات التقليدية" مع أنها ليست حراما في ذاتها(*)، وبناءاً على ذلك فقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأنها حرام لغيرها وليست لذاتها. وحرمت التعامل بهذه الشهادات إذا كانت لا تنفصل عن السندات عند التعامل بها، أما إذا كانت هذه الشهادات تتداول بشكل منفصل عن السندات فيجوز التعامل بها في السوق من منظور شرعي.

وبعبارة أخرى التعامل بهذا النوع من السندات يتعارض مع أحكام الشريعة لأنها تتعلق بعنصر الربا. بينما في التجربة الماليزية ،غالباً ما تباع هذه الشهادات بشكل مستقل عن السندات في السوق، وليست لها علاقة بالسندات الصادرة معها في وقت إصدار السندات. وبعد انفصالها من السندات، فيسمح التداول بها حسب العرض والطلب من البائع والمشتري في السوق الثانوية (في البورصة الماليزية للأوراق المالية)، فأصبح حينئذ جائزاً للمسلمين شراؤها. وإذا أصدرت هذه الشهادات بالأدوات المالية الإسلامية في وقت إصدارها، فليست فيها إشكال في جواز التعامل بها**(تقرير اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية،2003،ص12-13).**

إستناداً لما سبق فإن قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والذي يقضي بجواز التعامل بالسندات التي تشتمل عليها شهادات الاكتتاب القابلة للتداول معاً ولكن بشرط أن يكون انفصال بين السندات وهذه الشهادات من المكتتبين بعد إصدارها من الجهة المصدرة، لأن هذه الشهادات فقط يجوز التداول بها من منظور شرعي طالما كانت الأسهم الأصلية لهذه الشهادات متوافقة مع أحكام الشريعة، وتعتبر هذه الشهادات مالاً كما سبق بيانها. بينما السندات حرام التداول بها لذاتها لأنها تدخل في مسألة الربا المحرمة. لذا يجوز للمستثمرين المسلمين التعامل بهذه الأداة وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة في السوق الماليزي ما دامت وفقاً للشروط التي تم بيانها، وتوفر الأمان والحماية للمستثمرين بحيث تعمل على تقليل المخاطر من تقلبات أسعار الأسهم في السوق الماليزي.

(*) ينقسم الحرام إلى قسمين :-1) حرام لذاته:هو ما حرمه الشارع ابتداءاً لما فيه من الأضرار والمفاسد الذاتية التي لا تنفك عنه : كالزنا والربا وغيرها 2) حرام لغيره:وهو ما كان مشروعا في الأصل، إذ لا ضرر فيه مفسدة، أو أن منفعته هي الغالبة، ولكنه اقترن بما اقتضى تحريمه: كالصلاة في الأرض المغصوبة، والبيع وقت نداء الجمعة. **(زيدان، 2001، ص. 42-43).**

المبحث الرابع

الأدوات المالية الشرعية ودور الرقابة الشرعية فيه

تطرق المبحث السابق إلى طبيعة سوق رأس المال الإسلامي ودور الرقابة الشرعية في معاملاته وأنشطته، وتم دراسة الأدوات المالية التقليدية المتداولة وفقاً لأحكام الشريعة في المبحث السابق، وذلك حسب الاتجاه الأول للجنة الشرعية الاستشارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية. وفي هذا المبحث يتم التطرق إلى الاتجاه الثاني الذي اتخذته اللجنة بالتركيز على تفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، حيث نشاط القطاع الخاص يعتبر المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي الماليزي في الوقت الحاضر.

ويتركز دور الرقابة الشرعية على الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على ضمان التزام الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية بأحكام الشريعة الإسلامية الغراء. وذلك تعزيزاً لثقة المستثمرين المسلمين للاستثمار فيها .

المطلب الأول

دور الرقابة الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية

يتولى المستشار الشرعي عملية تقييم الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، ويعتبر المستشار الشرعي المتخصص مستقلاً عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية،(*) ولكنه يخضع للتنظيمات والإرشادات والقرارات الصادرة عن هذه اللجنة، حيث أكدت التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية على ضرورة تعيين الجهة المصدرة للصكوك الإسلامية مستشار شرعي متخصص في شؤون الصكوك الإسلامية وفقه المعاملات، للتأكد من مطابقتها لتعاليم الشريعة الإسلامية المتعلقة بإصدار الصكوك المقترحة من الشركات، وتتم عملية تعيين المستشار الشرعي بالتوافق مع هيئة الأوراق المالية الماليزية. **(هيئة الأوراق المالية الماليزية،2004،ص4)** وفقاً للشروط **التالية**:**(هيئة الأوراق المالية الماليزية،1997،ص16)**:

1- أن لا يكون مفلساً
2- أن لا يكون قد ارتكب جريمة ناشئة عن الإجراءات الجنائية
3- أن يكون حسن السيرة والسلوك
4- أن يمتلك المؤهلات والخبرات الضرورية، لاسيما في فقه المعاملات، وفقه الشريعة الإسلامية، وثلاثة سنوات من الخبرة كحد أدنى في المجال المالي الإسلامي.

حتى يتحمل المسؤولية في إبداء الحكم المناسب والرأي الشرعي للشركات الخاصة في كل الأمور المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية من الناحية الشرعية، والتأكد من أنها تلتزم بمبادئ الشريعة والقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية من وقت لآخر، ويكون دور المستشار الشرعي جوهرياً في المصادقة على إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وأهم المجالات التي يمكن التركيز **عليها**:**(هيئة الأوراق المالية الماليزية،1997،ص17)**

أولاً: عمل المسودة الخاصة قبل إصدار الصكوك الإسلامية

إن الجهة المصدرة "الشركات الخاصة" هي التي تتولى عمل المسودة الخاصة قبل إصدار الصكوك الإسلامية. وهذا يستوجب تعيين المستشار الشرعي لإعطاء الرأي الشرعي المتعلق

(*) اللجنة الشرعية الاستشارية كانت تعرف سابقاً بالمستشارين الشرعيين المستقلين (Independent Shariah Advisers)

بإصدار هذه الصكوك والتأكد من التزام الجهة المصدرة بأحكام الشريعة الإسلامية وضوابطها. ويتمثل دوره بالتأكد من أن التوثيق المقترح للصكوك تمت وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، حيث يقوم بعملية فحص وتحليل للتأكد من صحة التنفيذ، وتوجيه النصائح والإرشادات المتوافقة من الناحية الشرعية، مع بيان المخالفات والملاحظات إن وجدت. ويظهر دوره أيضاً في إيجاد الرأي الشرعي المتعلق بخصائص الصكوك للتأكد من أنها تلتزم بمبادئ الشريعة.

ثانياً: عمل بنية الصكوك الإسلامية

إن عملية الصكوك الإسلامية هي جوهر المعاملة المتعلقة بإصدار الصكوك المقترحة من الشركات "الجهة المصدرة"، وهذا يحتاج من المستشار الشرعي القيام بفحص العملية بدقة، و يقوم المستشار الشرعي بدور هام في إبداء الحكم والرأي الشرعي المناسب للتأكد من كافة الأمور المتعلقة ببنية هذه الصكوك وإصدارها بصورة مطابقة للضوابط الشرعية، حيث على المستشار الشرعي أن يتأكد من إفصاح المعلومات الشرعية في طلب إصدار الصكوك الإسلامية، وتشمل المعلومات **ما يلي**:**(هيئة الأوراق المالية الماليزية،1997،ص18)**

- § نوع الموجودات التي ستمول بها الشركات.
- § الهدف الجوهري من استخدام الموارد المالية المتحصلة من الصكوك الإسلامية.
- § بيان التسهيلات التمويلية الإسلامية التي تنطوي عليها مبادئ الشريعة الإسلامية المثبتة فيها، وقيمة البيع والشراء، وحساب نسبة الربح أو حصة الاشتراك في الربح.

ومن الأمور الواجب مراعاتها من قبل الجهة المصدرة والمستشار الشرعي عند إصدار هذه الصكوك **ما يلي** :**(هيئة الأوراق المالية الماليزية،1997،ص17)**

1) تطبيق مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية المبنية على ما قررته اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية مثل البيع بالثمن الآجل، وبيع المرابحة، والمضاربة، والمشاركة، والإجارة وغيرها.
2) إذا واجه المستشار الشرعي مشكلة في عملية الصكوك كما يحدث ببعض الحالات الغامضة في عمليات إصدار الصكوك و تطبيق مبادئ الشريعة، فيحتاج إلى مناقشة ومراجعة من اللجنة الاستشارية الشرعية العليا بواسطة قسم سوق رأس المال الإسلامي لهيئة الأوراق المالية الماليزية مباشرة للتأكد من أن تطبيقها يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، واعتبارها مناسبة للمشاريع المعينة.
3) يقوم المستشار الشرعي بتقديم المشورة والرأي الشرعي بعد إصدار الصكوك الإسلامية مثل حالات العجز عن تسديد الصكوك، وتغير شروط العقود وغيرها.

ثالثاً: كافة الأمور الإدارية والتشغيلية.

إن كافة الأمور الإدارية والتشغيلية المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية المقترحة بحاجة إلى فحص وتحليل، وتخطيط بصورة دقيقة من الجهة المصدرة ليتمكن المستشار الشرعي من إبداء رأي شرعي حول هذه الأمور. وتشمل الأمور التشغيلية تدقيق وفحص الحسابات التجارية من الناحية الشرعية بصورة مستمرة من وقت لآخر، وكذلك متطلبات افتتاح الحساب أَو تقييم الأصول، والحصول على آراء قانونية أو شرعية، وعلى المستشار الشرعي أن يتأكد من أن الاقتراحات الاستثمارية من قبل الشركات تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية والالتزام بالقرارات الصادرة من اللجنة الاستشارية الشرعية.

ومن الجدير بالذكر، أن دور المستشارين الشرعيين المستقلين في إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة، ودور اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيها بصورة عامة، قد عزز ثقة المستثمرين المسلمين للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وبذلك حققت الهيئة نجاحاً ملحوظاً في ترخيص الكثير من الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا لإصدارها وتداولها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
و تنقسم هذه الصكوك الإسلامية من حيث عقودها إلى **ما يلي**:
أولاً : الصكوك الإسلامية "عقود المداينات" وهي ثلاثة أنواع:

1) صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة
2) صكوك الاستصناع
3) صكوك الإجارة

ثانياً : الصكوك الإسلامية "عقود المشاركات" وهي نوعين:

1) صكوك المضاربة
2) صكوك المشاركة

تتناول هذه الدراسة مناقشة الصكوك الإسلامية لعقود المداينات لأن تداولها في ماليزيا أكثر تطبيقاً. وأما إصدار الصكوك الإسلامية لعقود المشاركات فهو ما زال في بداياته، فأول إصدار لهذه الصكوك كان في عام 2005. وما زال يحتاج إلى مزيد من الدراسة المتعمقة من اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للتأكد من أن هذه الصكوك تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء.

المطلب الثاني

الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

"رؤية وتحليل"

أولاً: صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة

معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المداينات مثل صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة. ومن الناحية التطبيقية تعرف صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة بأنها "الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى. وإصدارهما قائم على أساس البيع بالثمن الآجل والذي يعرف بأنه "العقد الذي يُشير إلى بيع المبيع (وفي هذه الحالة تشير إلى الموجودات) بثمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقداً وتسليمه حالاً، ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين".

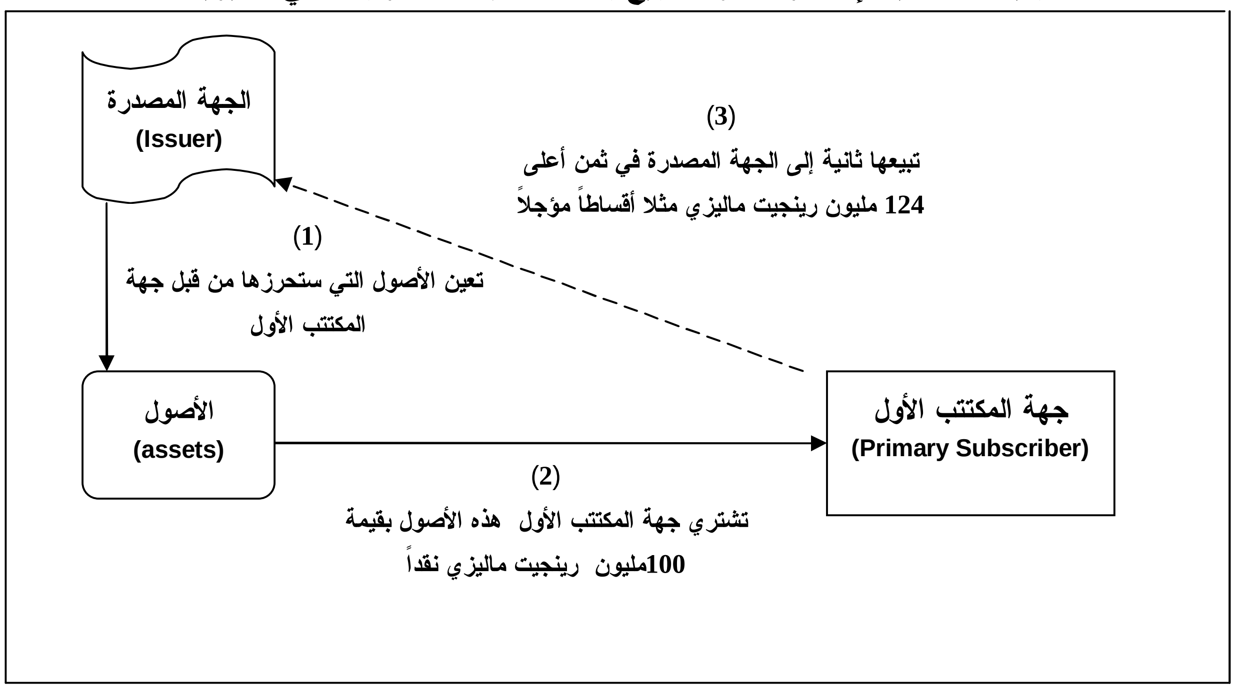
أو المرابحة وتعريفها متقارب من البيع بالثمن الآجل، حيث تمثل "زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط، والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين"، (**هيئة الأوراق المالية الماليزية ،2004،ص11**)، والاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فصكوك البيع بالثمن الآجل هي للاستثمارات طويلة الأجل"خمس سنوات فأكثر"، وأما صكوك المرابحة فهي للاستثمارات متوسطة الآجل "ومن سنة إلى خمسة سنوات"، وقصيرة الأجل،"من ثلاثة أشهر إلى سنة".

والتعريف السابق لصكوك المرابحة يختلف عن التعريف المقر في المعايير الشرعية لهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية عن صكوك المرابحة، بأنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك" وهذه الوثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها لشراء هذه البضاعة ونقلها وقبضها وتخزينها. ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة.(**هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،2002،ص21**)

ولتوضيح الخطوات اللازمة لإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا، أنظر الشكل؛ رقم (4-3) والشكل رقم (5-3) **الآتيان**:

شكل رقم (4-3)

البنية الأساسية لإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل / المرابحة في ماليزيا



المصدر : (جعفر،2006،ص128)

يلاحظ من شكل رقم (4-3) **ما يلي:**

الخطوة الأولى قبل إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة:

1) تقوم الجهة المصدرة بمعاينة الأصول التي ستحرزها من قبل جهة المكتتب الأول.
2) تشتري جهة المكتتب الأول تلك الأصول بقيمة 100 مليون رينجيت ماليزي نقداً
3) تقوم ببيعها مرة ثانية إلى الجهة المصدرة " الصاحب الأول للأصول" بثمن أعلى من الثمن الأول أقساطاً مؤجلاً بقيمة 124 مليون رينجيت ماليزي مثلاً على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة.

واستناداً لما سبق فإن التجربة الماليزية في هذه الحالة يرتبط ببيع العينة لأنه تتم هذه العملية من الجهة المصدرة للحصول على النقد وليس للحصول على السلع "الأصول". وتعود هذه الأصول إلى الجهة المصدرة " الصاحب الأول للأصول" بدون فقدانها، واستخدام الأصول التي تعتبرها الموجودات الأصلية هو حيلة للحصول على النقد. لذا، تعد هذه الصفقة من قبيل التحايل على الربا، وهو العلة في تحريم بيع العينة عند جمهور الفقهاء. وفي التجربة الماليزية لم تطرح صكوك بيع العينة، وإنما يطبق مبدأ بيع العينة في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة، ومن الواضح أن هذه الصكوك قائمة على أساس بيع العينة.

بيع العينة في بنية صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا

بعد استعراض تطبيق بيع العينة المتعلقة بإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا، وحسب آراء الفقهاء في مسألة بيع العينة وأدلتهم فيها. فقد اتفق الفقهاء على تحريم بيع العينة إذا كان هناك شرط مذكور في العقد ذاته على الدخول في العقد الثاني، وأما إذا لم يكن هناك شرط فقد اختلفوا في ذلك على **قولين**: **(الزحيلي،2006،ص45)**.

القول الأول: المانعون

ذهب جمهور الفقهاء، منهم الأئمة الثلاثة أبو حنيفة ومالك وأحمد إلى تحريم بيع العينة. فهم يرون أنه إذا لم يتوسط شخص ثالث بين البائع والمشتري فإن البيع يكون غير صحيح لوضوح الغرض منه وهو التعامل بالربا. وأما الحنفية فقالوا إن بيع العينة عقد فاسد، وقال المالكية والحنابلة أن هذا العقد يقع باطلاً. والعينة التي عناها الجمهور في المحرم من بيوع الآجال، أي كل بيع يتخذ ذريعة ربوية للحصول على زيادة مال مقابل الأجل. لما لم تكن كل زيادة في ثمن مبيع مقابل الأجل ربا.

القول الثاني: المجيزون

أما مذهب الشافعية، والظاهرية، وقول أبو يوسف من الحنفية، فقد ذهبوا إلى جواز بيع العينة.

بعد الدراسة والبحث عن آراء الفقهاء الأربعة في بيع العينة، قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها بتاريخ 29 يناير/كانون الثاني 1997 اعتماد قول بعض فقهاء الشافعية والظاهرية وأبي يوسف بجواز بيع العينة، ما دام أن العقد قد استكمل أركانه وشروطه ولم يتضمن ما يفسده، أما النية المستترة فردها إلى الله عز وجل يحاسب صاحبها عليها.

وقد وافقت اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي الماليزي على قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية الذي يقضي بجواز التعامل ببيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة.**(اللجنة الشرعية الاستشارية،2003،ص22)**

وإحدى الحجج لدعم وجهة نظر بعض الفقهاء في جواز بيع العينة بأن اللجنة رأت أنها تحقق المصلحة العامة، حيث يمكن أن تتغلب على مسألة نقص السيولة في البلاد، بدون اللجوء إلى القروض من البنوك التقليدية على أساس الربا المحرم شرعاً. وربما تشريع هذا البيع يتوافق مع القاعدة الفقهية "إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضرراً بارتكاب أخفهما".فإذا

تعارضت مفسدتان، إحداهما أكبر فساداً من الأخرى، وكان لابد من فعل واحدة منهما، فإن الواجب هو درء الأكبر منهما بارتكاب الأصغر(*)، وهذا مقتضى الحكمة والنظر الصحيح، ويكون الفاعل في ذلك محسناً، لأنه دفع أكبر الشرين بأدناهما وفي حالة بيع العينة المطبقة في السوق الماليزي، فيلجأ إلى هذه القاعدة لرفع الضرر الأكبر وهو الربا المحرم شرعاً، ولذا بناءً على هذه القاعدة فهي أفضل من عمل عناصر أخرى محرمة شرعاً.(**اللجنة الشرعية الاستشارية،2003،ص22**).

وقد يكون السبب في إجازتهم التعامل بالعينة أنهم اعتبروه حكم ضرورة، وما دام لا يوجد بديل شرعي للتغلب على مسألة نقص السيولة بصورة كاملة، فإن ماليزيا تأخذ بوجهة النظر القائلة بجواز بيع العينة في السوق المحلية على الأقل. وبيع العينة عبارة عن أحد الطرق التمويلية المباحة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث إذا كانت المؤسسات أو الأفراد بحاجة إلى رأس المال لإشباع أغراض معينة، فيمكن أن يستخدموا هذه الطريقة بكون موجوداتهم كموجودات أصلية، وبالتالي إذا كانوا بحاجة إلى تلك الموجودات، فمن خلال هذه الطريقة تسمح لهم بالحصول على السيولة النقدية لتلك الموجودات بدون فقدانها.

بعد استعراض آراء الفقهاء في حكم بيع العينة، ورأي اللجنة الاستشارية الشرعية وحجتها فيه، يؤيد الباحث القول الراجح بحرمة بيع العينة. وذلك لورود الأدلة الصحيحة والصريحة بذلك. ويرد على حجج اللجنة بجواز بيع العينة **بالتالي**:

1) تطبيق بيع العينة لتحقيق المصلحة العامة في التغلب على مسألة نقص السيولة.

إن هذه الحجة في جواز بيع العينة ضعيفة وتتعارض مع نظرية مقاصد الشريعة في المصالح والمفاسد، والتي تقوم على " جلب المصالح، ودرء المفاسد "، فإذا تعارضت المصلحة مع الشرع فهي نوع من الهوى، وبذلك لا يمكن أن تحقق المصلحة العامة الحقيقية. وتوجد قواعد أخرى وهي " درء المفاسد مقدم على جلب المصالح " أو " إذا تعارضت مفسدة ومصلحة يقدم منع المفسدة على جلب المصلحة ". فهاتان القاعدتان أنسب لهذه المسألة لأن بيع العينة صورة واضحة للتحايل على الربا وإن غالب قصد الناس منه الحصول على النقود، وليس البيع والشراء حقيقةً.

(*) وهي القاعدة المتفرعة المنبثقة من القاعدة الشرعية الفقهية المشهورة:(جلب المصالح ودرء المفاسد)، انظر **(ابن نجيم، 1999م، ص. 89)**

2) مخالفة الاجتهاد لقرار مجمع الفقه الإسلامي

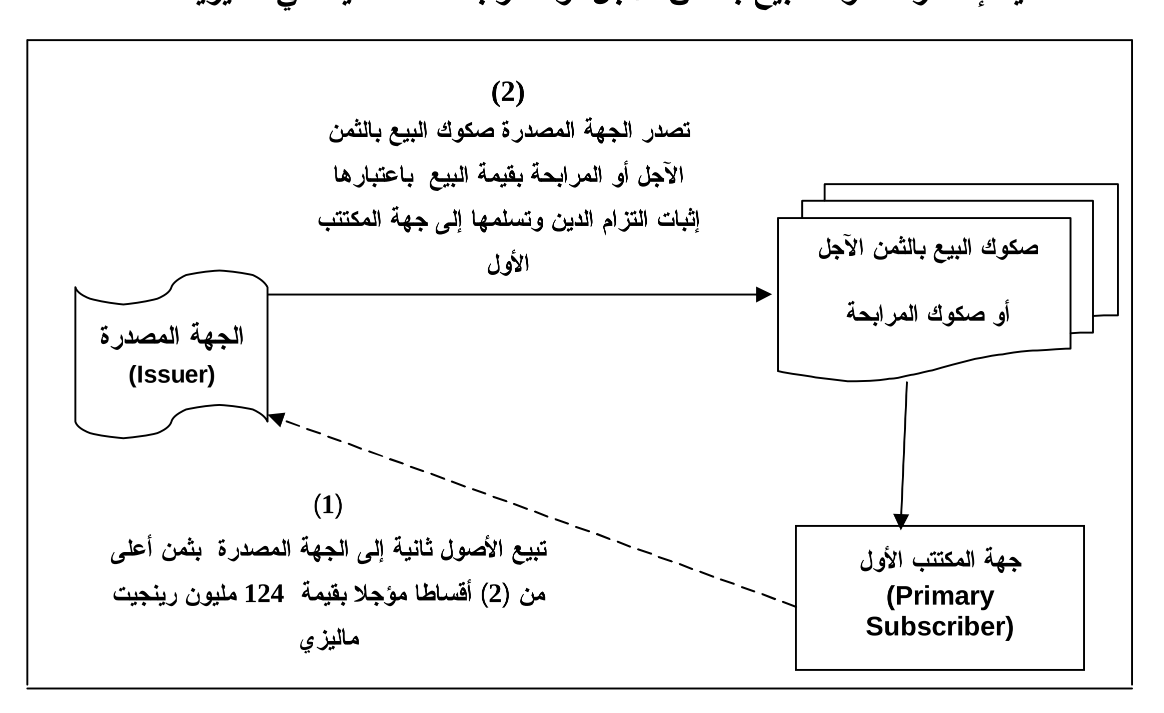
أعتبر هذا البيع صورة واضحة للتحايل على مقاصد الشريعة الإسلامية، لأن من يشتري شيئاً من آخر بثمن مؤجل، ثم يبيعه له بأقل من ثمنه حالاً أو العكس، لم يقصد حقيقة البيع، وإنما قصد القرض بفائدة، لذا قرر مجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي في دورته الخامسة عشرة المنعقدة في مكة المكرمة يوم السبت 11 رجب 1419 هـ الموافق 31 أكتوبر 1998م، في مسألة بيع العينة بعدم جواز هذا البيع وهو ما يسمى بيع التورق، فعليه أن لا يلجأ إلى مثل هذا التحايل لأنه يؤثر على التوازن الاقتصادي في المجتمع ويفتح باب الربا من حيث تم إغلاقه. **(مجمع الفقه الإسلامي،1998،ص3).**

لتجنب ممارسة بيع العينة في إصدار الصكوك الإسلامية، يجب على اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية أن تعمق الدراسة والبحث، وتحاول إقامة صكوك المرابحة بمفهوم مختلف عن تطبيقها الحالي، و بالرجوع إلى تعريف المعايير الشرعية لصكوك المرابحة كما سبق بيانه. فتعريف صكوك المرابحة وفقاً للمعايير الشرعية أوضح لأنها لا تدخل فيه عملية بيع العينة في إصدار هذه الصكوك، بينما في ماليزيا تتم عملية إصدار هذه الصكوك عن طريق بيع العينة التي يعتبر التحايل على الربا.

والشكل التالي يوضح عملية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة في ماليزيا.

شكل رقم (5-3)

عملية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة "التصكيك في ماليزيا"



المصدر: (جعفر،2006،ص136).

ويلاحظ من الشكل السابق أن الخطوة الثانية في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة في السوق الماليزي تسمى عملية التصكيك "التورق"، لأنها تشير إلى إعادة بيع الأصول إلى الجهة المصدرة بثمن مؤجل(*) ويزيد عن ثمنها نقداً، وتسليمها خلال وقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين.

وتقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة بقيمة البيع الثاني باعتبارها إثبات المديونية لها لدى جهة المكتتب الأول، وتحدث عملية التصكيك عادة في السوق الأولية. وأما السوق الثانوية فتكون لغرض تداول هذه الصكوك للمستثمرين للحصول على السيولة النقدية لتغطية الحاجة العاجلة قبل تاريخ الاستحقاق.

وفي البورصة الماليزية، يعتبر إصدار هذه الصكوك جائز شرعاً استناداً إلى أن الموجودات الناتجة عن عملية التصكيك. والقائمة على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة.وتسجل في هذه الصكوك كافة المعلومات المتعلقة بها مثل مدة الاستحقاق، وهامش الربح، والقيمة الإسمية، وكيفية سدادها.**(اللجنة الشرعية الاستشارية،2003،ص23)**

عملية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة "التصكيك"

تعرف عملية التصكيك "Securitization" بأنها "عملية تحويل الأصول والموجودات والديون إلى صكوك تصدر في السوق الأولية، وتتداول في السوق الثانوية"**(القري،1995،ص116)**. إلا أن عملية التصكيك في الاقتصاد لا تقتصر على الديون المؤجلة في الذمم فقط ، وإنما تعدت اليوم لتشمل كافة الأصول. ويتم ضبط عملية التصكيك في الشريعة وفقاً لمجموعة من الضوابط :**(جعفر،2006،ص 138)**

1) **من حيث نوعية الأصول**: أن تكون الأصول المالية التي تشملها العملية متوافقة مع المعايير و القواعد المالية الإسلامية.
2) **من حيث بنيتها**: مطابقة بنية الصكوك الإسلامية للضوابط الشرعية.
3) **من حيث إصدارها**: إصدار الصكوك وتداولها وفقاً للمعايير الشرعية.

ولذا يمكن تعريف التصكيك من منظور شرعي، بأنه "عملية تقسيم ملكية الأصول أو الموجودات المالية إلى أجزاء، يمثل كل جزء منها صك أو ورقة مالية قابلة للتداول في سوق رأس المال وفقا للضوابط والمعايير الشرعية، ويعد مالك الصك مالكاً للجزء أو الحصة في

(*) بلغ قيمة الثمن المؤجل 124 مليون رينجيت ماليزي حسب المعلومات والبيانات المنشورة في السوق.

الأصول المالية أو الحصة في رأس مال المشروع الممول من هذه الصكوك"(**هيئة المحاسبة والمراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية ،2003 ،ص 5**).

أما عن الحكم الشرعي للتصكيك ومدى مشروعيته، فالنظر الفقهي يقتضي التفريق بين نوعين من المديونية: مديونية النقود، ومديونية السلع "عروض التجارة". وبيان ذلك فيما يلي:(**حماد ،2000،ص67**)

أولاً: تصكيك الدين النقدي

إذا كان الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد نقوداً، فقد اتفق الفقهاء على عدم جواز توريقه، وامتناع تداوله في سوق ثانوية، سواء بيع بنقد معجل من جنسه و يكون على صورة حسم الكمبيالات، وذلك لأنه يشتمل على ربا الفضل والنسيئة باتفاق الفقهاء، أو بيع بنقد معجل من غير جنسه، لاشتماله على ربا النسيئة، ولا فرق في ذلك الحكم بين ما إذا كان سبب وجوب الدين النقدي في الذمة قرضاً أو بيعاً أو إجارةً أو غيرها.

ومن أجل ذلك، فلا يجوز تصكيك دين المرابحة " المصرفية " المؤجل، وتداوله من قبل المؤسسات المالية أو الأفراد في سوق ثانوية أو عن طريق البيع المباشر بنقد معجل أقل منه، لأن ذلك من الربا باتفاق أهل العلم.

ثانياً: تصكيك الدين السلعي

إذا كان الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد سلعاً، وهذه السلعة موصوفة في الذمة، منضبطة بموصوفات محددة، طبقاً لمقاييس دقيقة معروفة، سواء أكانت من المنتجات الزراعية، أو الصناعية أو من منتجات المواد الخام، فإنه يمكن تخريج جواز تصكيكه على قول الإمام أحمد الذي رجحه ابن تيمية وابن القيم وهو عند الشافعية أيضاً، بجواز بيع الدين المؤجل من غير المدين بثمن معجل إذا خلا من الربا، وكذلك على مذهب المالكية القائلين بجواز بيعه إذا لم يكن طعاماً، وسلم من الغرر والربا وبعض المحظورات الأخرى، مع مراعاة ما تلزم مراعاته من القيود والشرائط الشرعية.

وأما تطبيق التصكيك في التجربة الماليزية، فيتم تطبيق تصكيك الدين النقدي بإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة، وبالتالي عدم الجواز عند الفقهاء، إذا أن عملية التصكيك هي لدين المرابحة المؤجل وهو غير جائز عند جمهور العلماء، وذلك لأن الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد هو نقود. إلا أن بعض آراء الفقهاء الماليزيين يعتبرون بأن الدين الذي ينتج من

عملية التصكيك يستند إلى الأصول "الموجودات الأصلية"، ولذا هذا الدين يعد مالاً وليس نقوداً، وكأنها عملية تصكيك للدين السلعي، وفي هذه الحالة يمكن التداول بها في السوق الثانوية.

وينطبق ذلك أيضاً ببيع العينة قبل عملية التصكيك لإصدار الصكوك. وبما أن حكم هذا البيع غير جائز عند جمهور الفقهاء، فإن عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا لا توفر شروط تصكيك الدين السلعي لأنها تتعلق ببيع العينة المحرم شرعاً.

أما الخطوة الثانية المتمثلة في تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية فهي عملية بيع الدين، فينطبق عليها نفس الحكم وهو عدم الجواز.

بيع الدين في عملية تداول صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة في السوق الثانوية في ماليزيا

تم استعراض فيما سبق البنية الأساسية لصكوك البيع الأجل والمرابحة، وبيّنا ما تحتويه هذه العملية من بيع العينة، والذي اتفق جمهور العلماء على تحريمه، ثم الخطوة الثانية بعد دراسة البنية للصكوك هي عملية الإصدار الذي يقوم على التصكيك، كذلك تم توضيح مدى شرعية هذه العملية، وما تشتمل عليه من محاذير يجب تجنبها، بقي استعراض الخطوة الأخيرة والتي تنطوي على تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية والتي تقوم على أساس بيع الدين، وهذا يحتاج إلى عرض آراء الفقهاء حول بيع الدين(*) والذي كان محل خلاف على **قولين**:

القول الأول : جواز بيع الدين

وهو رأي المالكية حيث يرون جواز بيع الدين لغير المدين بشروط ثمانية تبعده عن الغرر والربا وأي محظور آخر، وتتلخص هذه الشروط في:**(الزحيلي،1997،ص 257)**.

1) ألا يؤدي البيع إلى محظور شرعي كالربا والغرر ونحوها.
2) أن يباع بثمن مقبوض أي معجل لئلا يكون دينا بدين.
3) أن يكون الثمن من غير جنس الدين المبيع أو من جنسه مع التساوي بينهما حذراً من الوقوع في الربا.
4) ألا يكون الثمن ذهباً إذا كان الدين فضة، حتى لا يؤدي ذلك إلى بيع النقد بالنقد نسيئة.

(*) في هذه المسألة، فالتركيز على صورة بيع الدين المؤجل لغير المدين بثمن معجل لأن أغلب عملية تداول شهادات الدين في السوق الثانوية في ماليزيا تتم بهذه الصورة.

5) أن يغلب الظن الحصول على الدين بأن يكون المدين حاضراً في بلد العقد، ليعلم حاله من عسر أو يسر.
6) أن يكون المدين مقراً بالدين، حتى لا ينكره بعدئذ، فلا يجوز بيع حق متنازع فيه.
7) أن يكون أهلاً للالتزام بالدين بألا يكون قاصراً ولا محجوراً عليه مثلاً، ليكون الدين مقدور التسليم.
8) ألا يكون بين المشتري وبين المدين عداوة حتى لا يتضرر المشتري أو حتى لا يكون في البيع إعنات للمدين بتمكين خصمه منه.

القول الثاني : عدم جواز بيع الدين

وهو رأي جمهور الفقهاء من الحنفية والحنابلة والظاهرية والشافعية، حيث يرون عدم جواز بيع الدين المؤجل بثمن معجل حتى لغير صاحب الدين مطلقاً، وذلك لانتفاء شرط صحة البيع، وهو القدرة على تسليم المحل. فكان بيعاً لمال لا يقدر على تسليمه، فلا ينعقد بيع الدين من غير صاحب الدين، لأن الدين غير مقدور التسليم إلا للمدين، ولأن الدين إما أن يكون مالاً حكماً في الذمة، وإما أن يكون فعل تمليك المال وتسليمه، وكل ذلك غير مقدور التسليم في حق البائع. ولو شرط التسليم على المدين لا يصح أيضاً، لأن البائع شرط التسليم على غيره، فيكون شرطاً فاسداً، فيفسد البيع لعدم القدرة على تسليم المبيع. **(الزحيلي،2004،ص.406)**.

وقد تناول مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة انعقاد مؤتمره السادس عشر بمكة المكرمة في المملكة العربية السعودية من 21 ــ 26 شوال 1423هـ، الموافق 5-10 يناير/كانون الثاني 2002 دراسة مسألة بيع الدين. حيث عرضت عدة صور منها ما هو جائز، ومنها ما هو محظور، و الصور المحظورة بسبب وجود أحد نوعي الربا: ربا الفضل، وربا النسيئة بشكل معين، مثل بيع الدين الربوي بجنسه، أو وجود الغرر الذي يفسد البيع، كما إذا ترتب على بيع الدين عدم القدرة على التسليم ونحوه، لنهيه صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ.(**مجمع الفقه الإسلامي،2002،ص10)**

وقد جاء التأكيد على عدم جواز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل في دورة انعقاد مؤتمر الحادي عشر بالمنامة في دولة البحرين من 25 – 30 رجب 1419هـ (14-19 نوفمبر 1998م) بأنه لا يجوز نوع هذا البيع سواء أكان من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو غير جنسه لأنه من بيع الكالئ بالكالئ المنهى عنه شرعاً، ولا فرق بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل.

القرار الصادر عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق الماليزية بشأن بيع الدين

يعتبر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أن بيع الدين للمدين أو لغيره نوع من عقود المعاوضة المالية مثل المرابحة، والبيع بالثمن الآجل، والإجارة، والاستصناع وغيرها (**اللجنة الشرعية الاستشارية،2003،ص16**)، وفي إطار التعليمات المتعلقة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة من الهيئة تم تعريف بيع الدين بأنه "معاملة متوافقة مع أحكام الشريعة التي تتضمن البيع والشراء للصكوك الإسلامية أو شهادات الدين المتوافقة مع الشريعة، فهذه الصكوك أو شهادات الدين تصدر من قبل المدين "المقترض" إلى الدائن "المقرض" كإثبات المديونية له"، ويمكن تداولها في السوق الثانوية" لغير المدين".(**هيئة الأوراق المالية الماليزية،2004،ص17**).

وقد تم تأكيد ذلك في الاجتماع الثاني للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية بتاريخ21 أغسطس/آب 1996 بأنه يجوز بيع الدين للمدين نفسه أو لغيره، وهو يعتبر إحدى القواعد لتشكيل وتنظيم الأدوات المالية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.[*] ، و قد أشار بعض الفقهاء للمخاطر التي يتعرض لها المشتري عندما لا يقدر البائع على تسليم المبيع، والغرر، والربا، وعدم التقابض. (**اللجنة الشرعية الاستشارية،2002،ص16-19**)، وحسب الأدلة في (مذهب الحنفية) في منع بيع الدين لغير المدين صحيحة لأن المشتري يتحمل المخاطر الكبيرة عند عدم القدرة على تسليم المبيع من البائع إذا كان هذا التعامل لا يخضع للرقابة من الجهات المعينة فيه. وفي هذا السياق، يجب أن يحمى البائع مصلحة المشتري لأنه يعتبر الجهة التي تتحمل المخاطر من بيع الدين له. وبناءاً عليه وفي إطار تطوير الأدوات المالية لاسيما الصكوك وفقاً لمبدأ بيع الدين تم التأكيد على ضرورة أن تخضع للرقابة من قبل البنك المركزي الماليزي وهيئة الأوراق المالية الماليزية لحماية ومراعاة حقوق المتعاقدين في هذا العقد، و هذا يتوافق مع رأي المالكية في جواز بيع الدين لغير المدين بشروط محددة.

أما الحجج التي استندت عليها اللجنة في جواز بيع الدين في توسيع وتعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا **ما يلي**:

أولاً : يجوز بيع الدين بثمن حال لأنه لم يوجد نص على حرمة هذا البيع إلا الحديث المتعلق بنهى النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ ،وبناء على هذا الدليل، فقد جاء قرار اللجنة بأن إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا على أساس بيع الدين بثمن حال، وهذا يختلف عن بيع الكالئ بالكالئ.(**اللجنة الاستشارية الشرعية،2002،ص.13-14**)

---

[*] و في اجتماعها الثامن في 25 يناير/كانون الثّاني 1996م سبق تبني نفس الرأي من اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في حينها.

ثانياً: يعتبر حق الدين حق شبيه بالعين ،ويمكن أن يتداول به كما يعتبر حق العين مالاً لأنه يتعلق بالمال ويستعاض عنه بمال. [**]، وحسب نصوص القوانين المذكورة، فإن حق الدين يمكن أن يكون عبارة عن المال لأنه يعتبر حق شبه العين، ويمكن أن يتداول به في السوق الثانوية للحصول على السيولة النقدية.

و القرار الصادر عن اللجنة الاستشارية الشرعية استند إلى آراء بعض الفقهاء بجواز بيع الدين بشروط معينة حسب مذهب المالكية. وقد وضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، الضوابط لهذه الشروط ، وأوجد نظام الرقابة المنتظمة لضمان المصلحة العامة وحماية حقوق المتعاملين. ومع ذلك فإن معظم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا في الوقت الحاضر يتم على أساس بيع الدين المؤجل لغير المدين بثمن حال وليس بثمن مؤجل. بالإضافة إلى ارتباطه ببيع العينة قبل عملية التصكيك. **(اللجنة الاستشارية الشرعية،2003، ص16)**

وبناءً على ما سبق يمكن اعتبار أن خطوات إصدار هذه الصكوك في ماليزيا غير متوافقة مع أحكام الشريعة. وبالتالي فهي غير جائزة للتداول في السوق الثانوية.

وقد اتفق الفقهاء على بيع الدين بثمن حالاً بقيمته الإسمية جائز شرعاً، ولكن تطبيق بيع الدين في ماليزيا مستمد من بيع العينة المحرم شرعاً، وبالنسبة لآراء العلماء المعاصرين لاسيما في الشرق الأوسط فيكون بيع الدين في إصدار الصكوك في ماليزيا غير جائزة شرعاً، بالرغم من أن هذه الصكوك تباع بقيمتها الإسمية. وهذه المسألة يمكن معالجتها بإيجاد البديل عن بيع العينة في خلق الدين، حيث إذا كان الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد سلعياً، بأن كان مبيعاً موصوفاً في الذمة، منضبطاً بموصوفات محددة، طبقاً لمقاييس دقيقة معروفة، فيجري هذا الدين من خلال عملية تصكيك الدين السلعي، ولذا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بثمن معجل إذا خلا من الربا. **(مجمع الفقه الإسلامي،1992،ص5)**

[**] استناداً للتشريعات الماليزية، يعتبر الدين مالاً حسب نص مادة 3 لقانون الأمناء " section 3 Trustees Act" ، ومادة 2 قانون الطوابع "section 2 Stamp Act" ، ومادة 2 قانون الوصية لعام 1959 " section 2 Will Act" بأن المال يشتمل على الديون، والأعيان، والمنافع ،و كذلك مادة 124 من قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993 "المعدل في يونيو/حزيران 2002 "Section 124A Securities commission Act 1993"Amendment on June 2002" ومادة 2 قانون المصارف والمؤسسات المالية لعام 1989"Section 2 Banking and Financial Institution Act 1989" والتي نصت على اعتبار الدين مالاً، فالمال سواء كان منقولاً أو عقاراً، حيث يدخل في عموم لفظ أموال، وحقوق الملكية، وحقوق التصرف والإدعاء.(**http://www.sc.com.my**).

أما تداول هذه الصكوك فحسب التجربة الماليزية، فإن معظم حملة الصكوك (في السوق الأولية) بحاجة إلى السيولة النقدية فوراً، وبالتالي يجوز تسييلها قبل موعد استحقاقها ولهم حق بيع الصكوك المتوافرة لديهم إلى الطرف الثالث " بيع الدين لغير المدين " في السوق الثانوية بثمن أقل من قيمتها الإسمية في الغالب.ويجوز أيضاً بيع هذا الدين نقداً بقيمته الإسمية أو أكثر منها. وحسب رأي اللجنة الاستشارية الشرعية التي تعتبر الدين مالاً في شكل الأصول وليس في شكل النقود ومستند إلى الأصول "الموجودات الأصلية". إذن هذا البيع جائز بقيمته الإسمية أو أقل أو أكثر حسب العرض والطلب في السوق.

وهذه الحالة، تستند لقرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية بجواز بيع الدين بسعر الحسم (Discount) لغير المدين " الطرف الثالث " للأسباب (**اللجنة الاستشارية الشرعية، 2002،ص.13-14)**

1) **اعتبار الدين وحقه مالاً**: لذا يمكن أن يتداول بأي سعر كان متفق عليه بين الأطراف المتعاقدة سواء كانت للمدين نفسه أم لغيره، وأن يكون الدين المصكك عبارة عن حق مالي العين مثل الأسهم، وحقوق النشر وبراءة الاختراع.

2) **قاعدة ضع وتعجل**: وتتضمن هذه القاعدة تنازل عن جزء من الدين المؤجل، ودفع الجزء الباقي في الحال بطلب الدائن أو المدين. وناقشت اللجنة الاستشارية الشرعية هذه القاعدة في اجتماعاتها الدورية، حيث وافقت اللجنة على تطبيق قاعدة ضع وتعجل لتطوير الأدوات المالية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في اجتماعها العاشر الذي انعقد في 16-17 أكتوبر/تشرين الأول 1997م، ولذلك قررت اللجنة باعتبار هذه القاعدة قابلة للتطبيق على الطرف الثالث أيضاً أي كما يجوز بيع الدين لغير المدين، وتعد هذه القاعدة جوهر عملية تداول الصكوك في السوق الثانوية حيث أن حامل الصكوك في السوق الأولية يبيع صكوكه في السوق الثانوية بثمن حال أقل من قيمتها الاسمية للحصول على السيولة النقدية فوراً، ومن الجدير بالذكر أن نتيجة دراسة قسم سوق رأس المال الإسلامي لهيئة الأوراق المالية الماليزية بالتعاون مع اللجنة الاستشارية الشرعية، قد خلصت إلى أن قاعدة ضع وتعجل جائزة شرعاً،لأن اللجنة تعتبر الدين مالاً في شكل الأصول وليس في شكل النقود. وبذلك، فأن حق الدين يمكن أن يتداول بثمن حال أقل من قيمته الاسمية في السوق الثانوية على قاعدة ضع وتعجل على الطرف الثالث أيضاً.(**اللجنة الشرعية الاستشارية،2003،ص97**).

أما قرارات مجلس مجمع الفقه الإسلامي رقم : 64 (7/2) في دورة مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 7-12 ذي القعدة 1412هـ الموافق 9 – 14 أيار/ مايو 1992م بشأن البيع بالتقسيط والدين المؤجل، لأجل تعجيله، سواء أكانت بطلب الدائن أو المدين "ضع وتعجل" جائزة شرعاً، لا تدخل في الربا المحرم إذا لم تكن بناءً على اتفاق مسبق، وما دامت العلاقة بين الدائن والمدين ثنائية. فإذا دخل بينهما طرف ثالث لم تجز، لأنها تأخذ عندئذٍ حكم حسم الأوراق التجارية. وهم بذلك يعتبرون الدين نقوداً، وذلك لسريان أحكام الصرف عليه شرعاً وليس أحكام البيوع.

والواضح أن قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي بهذا الخصوص يتعارض مع تطبيق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لقاعدة ضع وتعجل والتي تستخدمها في تطوير الأدوات المالية الإسلامية على أساس بيع الدين لغير المدين على أساس أن الدين مستند إلى الموجودات الأصلية من خلال عقود المعاوضات، فبيع حق الدين المكتوب في الشهادات الصادرة عن الجهة المصدرة للطرف الثالث يكون بالقيمة الحالية والتي هي أقل من قيمتها الاسمية المؤجلة. فإن تلك المعاملة محرمة شرعاً، لأنه لا يجوز تطبيق قاعدة ضع وتعجل لغير المدين "طرف ثالث". أما ضع وتعجل الذي يتعلق بطلب المدين أو الدائن فقط فهو جائز شرعاً.**(مجمع الفقه الإسلامي،1992،ص5)**

ثانياً: صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية

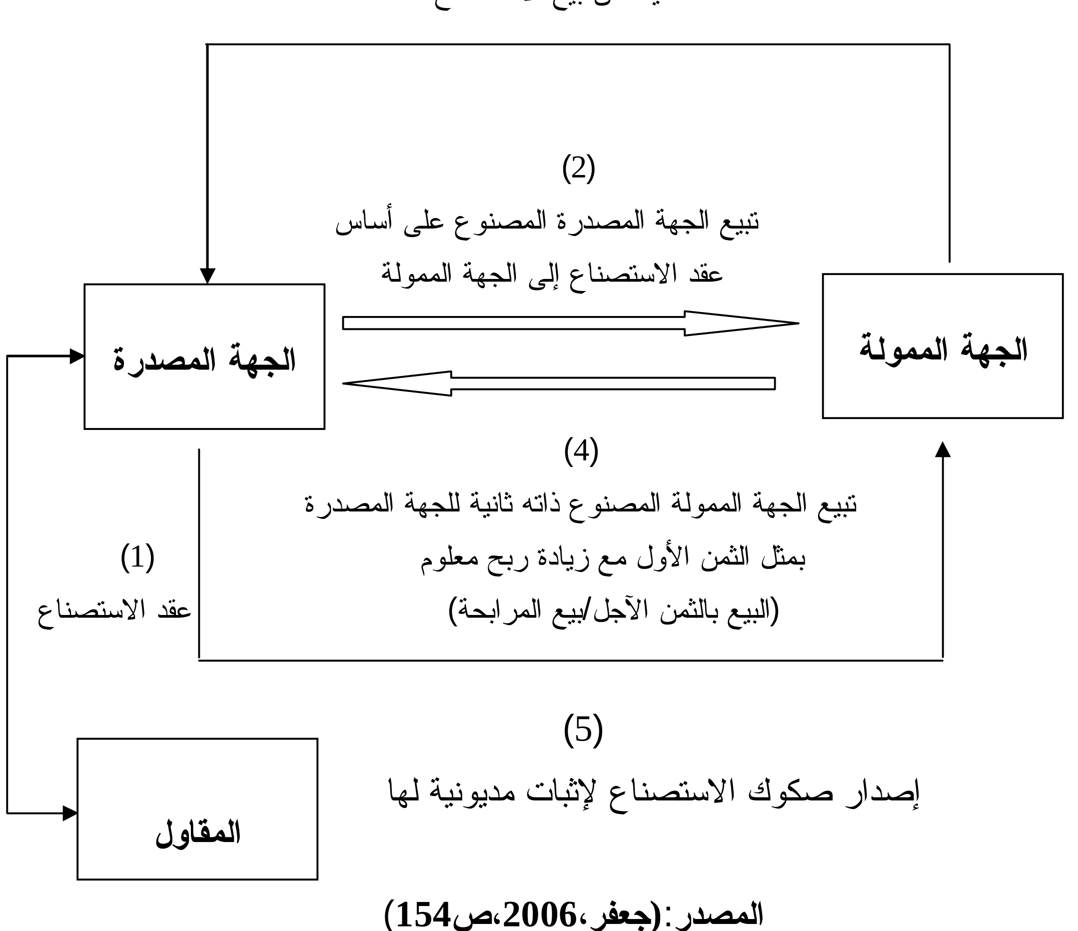
تعتبر صكوك الاستصناع إحدى منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ،وتقوم على أساس التمويل بالبيوع على حق الدين "Debt Financing". وتعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها" الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة "المستصنع" للجهة الممولة. ولا يوجد تعريف دقيق لهذه الصكوك لأن "التعليمات المتعلقة بعرض الصكوك الإسلامية" الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريف الاستصناع فقط. وعرفته بأنه عقد شراء العين حيث يطلب المشتري لشراء العين التي ستسلم في المستقبل. كما يطلب المشتري من البائع أَو المقاول لتَسليمه أو بِنائه الذي سينجز في المستقبل وفقا لمواصفات معينة تم الاتفاق بشأنها وبسعر وتاريخ تسليم محددين. وفي بيع الاستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد، بل يمكن تأخير الدفع أو الأقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع الكامل. ولا يشترط في بيع الاستصناع أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه فعلاً بتنفيذ العمل المطلوب، إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تنفذه تحت إشرافه ومسؤوليته.(**هيئة الأوراق المالية الماليزية،2004،ص.16).**

وإحدى المخاطر الرئيسة من صفقة الاستصناع هي فشل المقاول في تَسليم المصنوع حسب مواصفات متفق عليها أو بتاريخ تسليم محدد. وهناك أيضاً وجود مخاطر تجاوز التكلفة المحددة أو إفلاس المقاولِ. لذا، تحتاج هذه العقود إلى رقابة من الجهات المعنية للتأكد من أن تصنيع المشروع المعين تم بكفاءة وفعالية.

والشكل التالي يمثل معاملة صكوك الاستصناع في ماليزيا:

شكل رقم (6-3)

معاملة صكوك الاستصناع في ماليزيا



المصدر:(جعفر،2006،ص154)

يتم إصدار صكوك الاستصناع لتمويل المشاريع التي ستنفذ مستقبلاً. ويلاحظ من الهيكل أعلاه **ما يلي**:

1) إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة "المستصنع" والمقاول "الصانع" على شيء موصوف كما في حال الاستصناع للبناء، فمشروع المباني هو "المصنوع".
2) تبيع الجهة المصدرة المصنوع إلى الجهة الممولة نقداً بثمن تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع.
3) تقوم الجهة الممولة بدفع ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلاً. وفي هذه الحالة، تدفع الجهة الممولة إلى المقاول نقداً ليصنع المصنوع نيابة عن الجهة المصدرة. وفي الغالب يكون المقاول شركة تابعة للجهة المصدرة.

4) تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فوراً بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقاً لبيانات يوفرها خبير بالصنعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة على أساس البيع بالثمن الآجل أو بيع المرابحة.
5) ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الاستصناع باعتبار المصنوع موجودات أصيلة لها، وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

وبناءاً على الخطوات السابقة يمكن ملاحظة أن إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا لا يجري عن طريق تصكيك الدين السلعي "مبيع موصوف في الذمة في شكل المصنوع" ولكن إصدارتها المستندة إلى الدين، أي من خلال البيع بالثمن الآجل أو بيع المرابحة. فهذه العملية تجري من خلال تصكيك الدين النقدي المحرم شرعاً. ويعتبر المصنوع كالموجودات الأصلية هو الحيلة في إصدار هذه الصكوك بينما عملياً إصدار هذه الصكوك يتم من خلال تصكيك الدين النقدي "دين المرابحة". وإذ أن الدين في ذمة الجهة المصدرة لم ينشأ من عقد الاستصناع ولكن من البيع بالثمن الآجل أو المرابحة. ولذا، استخدام اصطلاح صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية لا يوفر خصائص صكوك الاستصناع في تعريف المعايير الشرعية بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك"**(هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية،2002،ص7)**، ومن الواضح أن العملية تختلف اختلافاً تاماً عن تعريف صكوك الاستصناع في السوق الماليزي.

والتداول بصكوك الاستصناع في السوق الثانوية يتم بدين الاستصناع " ثمن المصنوع " أي يتعامل ببيع الدين وليس بالعين المصنوع في الذمة . إلا أن التعامل بهذه الطريقة يتطلب أن يكون الدين مستقراً لتجنب عنصر الغرر حتى يمكن التداول بهذه الصكوك في السوق الثانوية. وحسب رأى بعض الفقهاء، بأن ثمن المصنوع غير مستقر حتى يتم انجاز المصنوع ويسلم إلى المشتري في موعد تسليمه لاحقاً.

للسماح بتداول صكوك الاستصناع في السوق الثانوية في بورصة ماليزيا، اشترطت هيئة الأوراق المالية الماليزية ضرورة أن يكون هناك الضمان في العقد بين الجهة المصدرة والجهة الممولة لذمة الدين المستقر من الجهة المصدرة في استيفاء

ثمن المصنوع المصكك. ولذلك يعطي الضمان على الجهة الممولة بأن الجهة المصدرة مسئولة مسؤولية كاملة عن ذمة الدين. **(جعفر،2006،ص155)**.

إن وجود الضمان من شأنه أن يجعل الدين مستقراً لدى الجهة المصدرة.على الرغم من أن طبيعة عقد الاستصناع التي تتوقف عادة على تحقيق النجاح في تنفيذ مشروع المباني مثلاً "المصنوع" يجعل ثمن المصنوع مستقراً.

وتم في عام 2003 أول إصدار للصكوك الإسلامية المطروحة على أساس الاستصناع الموازي " 'Parallel Istisna" والمعروفة بصكوك الاستصناع البالغة بقيمة 5،6 بليون رينجيت ماليزي، والتي تصدرها شركة "SKS Power Sdn Bhd" . ومدة استحقاقها من خمسة إلى تسعة سنوات. وهي أكبر إصدار في التمويل الإسلامي في ماليزيا، وإصدار الصكوك الإسلامية المحلية الأكبر في سنة 2003 بقيمة 5،6 بليون رينجيت ماليزي بما نسبتها46.5 % من إجمالي الصكوك الصادرة في هذا العام.**(التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية،2003،ص45**). ولقد ازداد ارتفاع هذه الصكوك في سنة 2006 (*) بسبب ارتفاع رغبة الشركات المصدرة لاسيما في مجال التمويل في المشاريع الصناعية والإسكان وغيرها.

وعلى الرغم من ذلك، فإن إصدار وتداول صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية غير متوافق مع الشريعة الإسلامية ولا يقوم على أساس شرعي،لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمه كثير من العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعاً.

(*) انظر جدول رقم (3-3) عن إحصائيات تداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا للفترة 2001- 2006،ص164

ثالثاً: صكوك الإجارة

تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكيـــة الموجـــودات المـــؤجرة، وهي" وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مـــؤجرة، أو عـــين موعـــود باســـتئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المالِ من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخـــسارة والـــضرر علـــى العـــين المؤجرة وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتـــصبح العـــين مملوكـــا لحملـــة الـــصكوك".(**هيئـــة المراجعـــة والمحاســـبة للمؤســـسات الماليـــة الإسلامية،2002،ص14**) وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأن صـــكوك الإجـــارة هـــي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة التي تعتبر موجودات أصلية في إصدارها. وإصدار هذه الصكوك من خلال عملية تصكيك عقد الإجارة. وكانت التجربة الماليزيـــة تـــوفر تطبيـــق إصدار صكوك الإجارة في المستوى العالمي مثل الـــصكوك الدوليـــة الماليزيـــة " Malaysian Global Sukuk" والـــصكوك الحكوميـــة للباكـــستان "Pakistan Government Sukuk" .(**التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية،2005،ص24**).

كانت الحكومة الماليزية في 3 يونيو/حزيران 2002 قد أصدرت صكوك الإجارة "الصكوك الدولية الماليزية" "Malaysian Global Sukuk" المتداولة في بورصة لابوان المالية العالمية "Labuan International Financial Exchange –LFX" وتم طرحها بعملة أجنبية (بقيمة 600 مليون دولار أمريكي) بموعد استحقاق في عام 2007. وهي أول الصكوك الإسلامية الدولية الرائدة على المستوى العالمي "First Global Sovereign Islamic Bond" وقد لاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي، لاسيما المستثمرين المسلمين من الشرق الأوسط. واشرف على تنظيم وترتيب هذه الصكوك شركة"Dubai's Hong Kong and Shanghai banking corporation (HSBC)" وأدرجت في بورصة لابوان المالية العالمية.

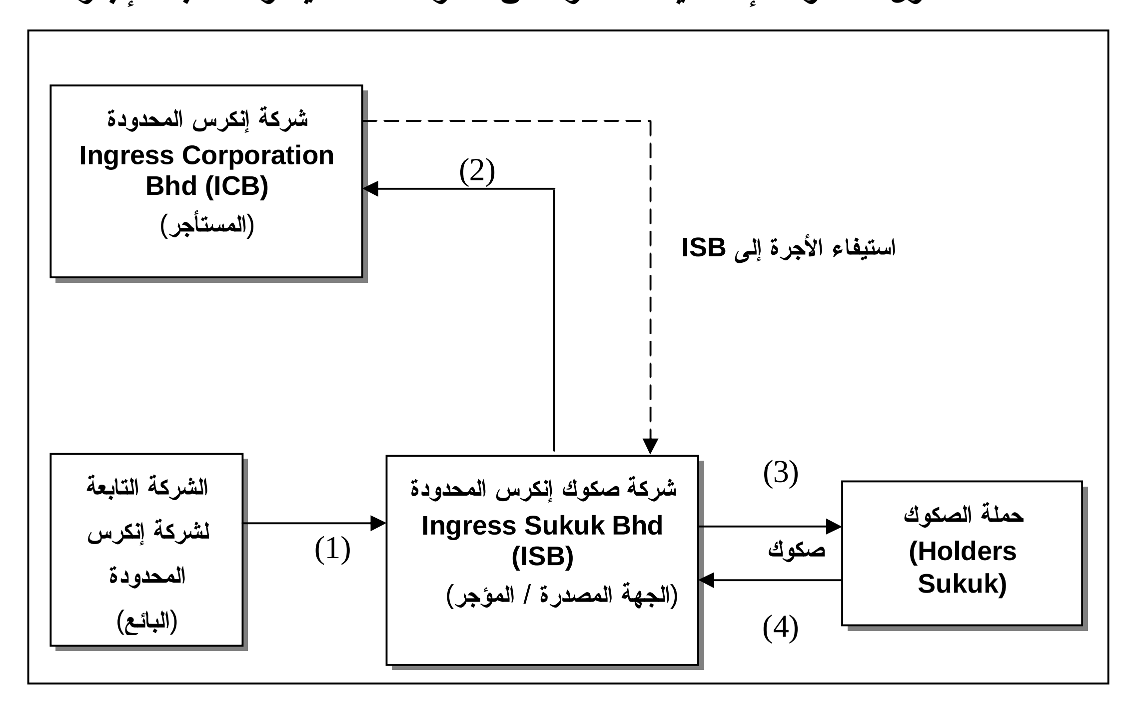
وتم توالي إصدار صكوك الإجارة، حيث تم إصدار صكوك الإجارة الدولية القطرية "Qatar Global Ijara Sukuk" البالغة بقيمة 700 مليون دولار في عام 2003. وفي نفس العام أصدر البنك الإسلامي للتنمية هذه الصكوك التي تبلغ قيمتها 400 مليون دولار، ثم في عام 2004 أصدرت هذه الصكوك لمؤسسة نقد البحرين"Bahrain Monetary Agency BMA" بقيمة 250 مليون دولار.

وفي يونيو/حزيران 2004 أصدرت شركة إنكرس المحدودة " Ingress Corporation Bhd" أول الصكوك الإسلامية على أساس عقد الإجارة بقيمة 160 مليون رينجيت ماليزي على المستوى المحلي "domestic corporate Islamic bonds".(**هيئة الأوراق المالية الماليزية،2004،ص14**). وقد جاء الإصدار لهذه الصكوك بناءاً على نفس طريقة إصدار الصكوك الدولية الماليزية "Malaysian Global Sukuk". وتعتبر أحد المعالم البارزة لسوق رأس المال الإسلامي وفقاً للمعايير الشرعية المحلية والعالمية، وبهذا التطور يتوقع أن أكثر الجهات المصدرة المحلية ستطبق أساس الإجارة في إصدار الصكوك الإسلامية القابلة للتداول على المستوى العالمي، وهي تتيح الفرصة للاكتتاب المتزايد للصكوك الإسلامية من قبل المستثمرين الدوليين لاسيما المستثمرين المسلمين في الدول العربية ،وتتيح الفرصة الأمثل لهم للاستثمار في ماليزيا (**التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية،2004،ص24**).

والشكل التالي يمثل أول الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات المحلية وفقاً لمبدأ الإجارة

شكل رقم (7-3)

أول الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات المحلية وفقاً لمبدأ الإجارة



المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية

خطوات معاملة صكوك الإجارة في ماليزيا:(هيئة الأوراق المالية الماليزية،2004،ص14)

1) تبيع الشركة التابعة لشركة إنكريس المحدودة "البائع" أصولها إلى شركة صكوك إنكريس المحدودة "Ingress Sukuk Bhd ISB " "الجهة المصدرة" بقيمة معينة.
2) تقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى شركة إنكريس المحدودة " Ingress Corporation Bhd (ICB)" لمدة معينة بدفع الأجرة بصورة نصف سنوية من خلال إبرام عقد الإجارة بقصد حصول الجهة المصدرة فيها على الأجرة.
3) لتمويل شراء الأصول من الشركة التابعة لشركة إنكريس المحدودة، فتصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لاستيفاء ثمن الشراء لتلك الأصول. وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.
4) يدفع المستثمرون "حملة الصكوك" دفعة لشراء الصكوك إلى الجهة المصدرة بثمن الحال للحصول على الصكوك. وفي تاريخ الاستحقاق، ستقوم شركة صكوك إنكريس المحدودة "الجهة المصدرة" بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة إنكريس المحدودة" Ingress Corporation Bhd (ICB)" حسب القيمة الأصلية (قيمة إسمية في إصدار الصكوك مثلاً). ومن حصيلة بيع الأصول، حيث يتم استخدام الحصيلة لاستيفاء القيمة الاسمية للصكوك التي بحوزة المستثمرين.

إن عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تـتم وفقـاً للمعايير اللازمة لصكوك الاستثمار الشرعية المعتمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسـسات المالية الإسلامية. وتم اعتمادها أيضاً من اللجنة الاستشارية الشرعية، ويـسمح بالتعامـل فـي إصدار و تداول صكوك الإجارة في ماليزيا.

وحسب البيانات والمعلومات حققت الصكوك الإسلامية المرخـصة مـن الهيئـة الأوراق المالية الماليزية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية معدلات نمو خلال الفترة (2001-2006م) كمـا في الجدول التالي:

جدول رقم (3-3)

نسبة الصكوك الإسلامية المرخصة من هيئة الأوراق المالية الماليزية

وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية خلال الفترة (2001-2006م)

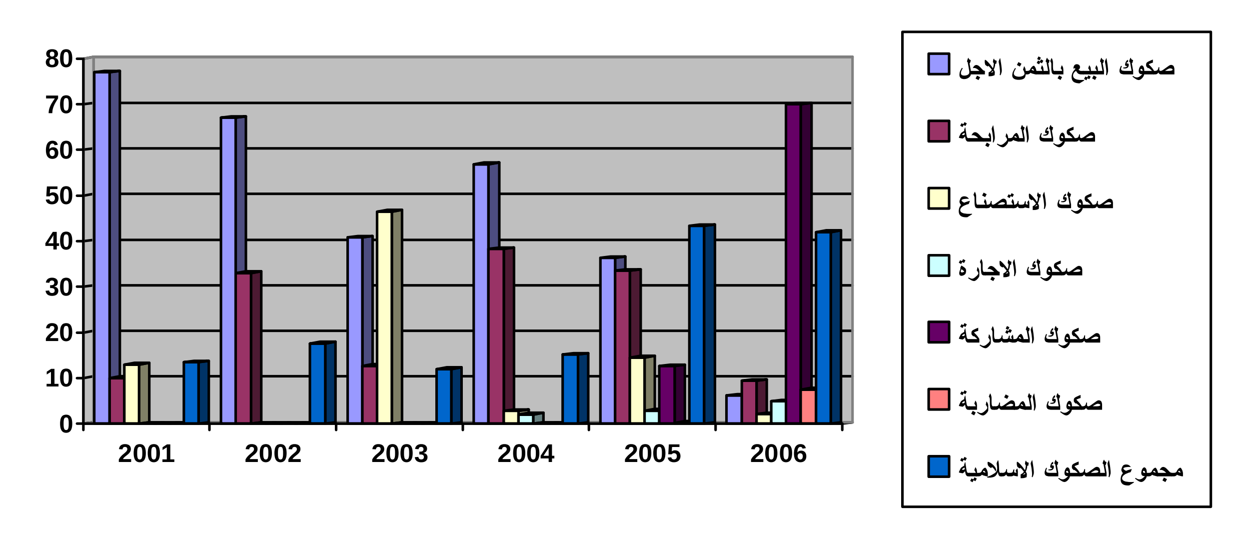
أنواع الصكوك الإسلامية	2001	2002	2003	2004	2005	2006
صكوك البيع بالثمن الآجل	%77	%67	%8.4	88.56 %	%3.36	%6.2
صكوك المرابحة	%10	%33	%7.12	27.38 %	%5.33	%9.4
صكوك الاستصناع	%13	-	%5.46	%8.2	%5.14	%2.1
صكوك الإجارة	-	-	-	%2.05	%9.2	%4.9
صكوك المشاركة	-	-	-	-	%12.6	%70
صكوك المضاربة	-	-	-	-	%0.2	%7.5
مجموع الصكوك الإسلامية (بليون رينجيت ماليزي)	13.5	17.6	12	15.16	43.32	42.02

المصدر: إعداد الباحث بالرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة 2001 – 2006م.

شكل رقم (8-3)

الصكوك الإسلامية المرخصة من هيئة الأوراق المالية الماليزية

وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية خلال الفترة (2001-2006م)



المصدر:إعداد الباحث بالرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة 2001 - 2006

يتضح من الجدول والشكل أعلاه **ما يلي:**

1) حقق إصدار صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل المرخصة من الهيئة أعلى أهمية نسبية بين الصكوك الإسلامية الأخرى المتداولة في السوق المحلية الماليزية للفترة2001-2005م، على الرغم من تراجع أهميتها النسبية في عام 2006، وهذا يعني أن إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا تركز بشكل أساسي على البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة أكثر من غيرهما، لأنها تحقق أعلى عوائد بالنسبة للمستثمرين وكذلك تضمن الحصول على السيولة النقدية بشكل أسرع لأنها قابلة للتداول في السوق الثانوية على أساس بيع الدين المؤجل لغير المدين بثمن الحال بأقل من قيمتها الإسمية. وبيع الدين الذي يطبق في إصدار هذه الصكوك في ماليزيا يكون من خلال بيع العينة المحرمة شرعاً، فهي نوع من التحايل على الربا ولا تقوم على أساس شرعي. وباعتبار أن المخاطر على هذا الأساس هي مخاطر قليلة لأن من وجهة نظر مشاركي السوق، إن هذه الصكوك يمكن أن تدفع حصة الأرباح إلى المستثمرين. ومعظم الشركات المصدرة في ماليزيا أكثر رغبة في إصدار هذه الصكوك على هذين الأساسين خلال سنوات الدراسة. ومن أجل ذلك، فقد حققت الصكوك الإسلامية كصكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة نجاحاً ملحوظاً خلال سنوات الدراسة .

2) كانت الصكوك الإسلامية في ماليزيا عام 2002 تتضمن نوعين من الصكوك هما، صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة فحسب، بينما في السنوات التالية أصبحت أكثر من نوعين مرخصة من الهيئة. وهذا يعني أن الشركات المصدرة للصكوك الإسلامية متزايدة وأزداد حجم إصدارها من الصكوك بعد عام 2002.

3) تم إصدار أول الصكوك الإسلامية المرخصة من الهيئة وفقاً لمبادئ المشاركة والمضاربة في عام 2005، وتم إصدارهما في السنة ذاتها. وقبل هذا العام لم تصدر هاتان الصكوك لأنهما كانتا ولا زالتا بحاجة إلى الدراسة والبحث بشكل متعمق من الهيئة والتأكد أن إصدار هذه الصكوك يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء، وقد لوحظ انخفاض رغبة المستثمرين للاكتتاب بهما بسبب اعتبارهما للسندات بمعدل عائم "floating rate bonds" حيث كان عائدهما يعتمد على اتفاق بين المتعاقدين في عقود المضاربة والمشاركة من حيث حصة الأرباح حسب أداء المشاريع بنسبة متفق عليها مسبقاً. وتعتبر هاتان النوعان من الصكوك وفقاً لتمويل الملكية "equity financing" وليس تمويل الدين "debt financing" كما هو في إصدارات صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة والاستصناع.

4) تمثل نسبة صكوك البيع بالثمن الآجل في سنة 2001 أعلى نسبة من السنوات الأخرى لأنه في تلك السنة، قامت الصكوك الإسلامية المصدرة في ماليزيا على أساس البيع بالثمن الآجل والمرابحة فقط، ولم تطرح الصكوك الإسلامية الأخرى بعد.

5) لم تطرح إصدار لصكوك الإجارة في سنة 2001- 2003 لأن في هذه الفترة لم يتم إصدارها في الهيئة لأن معظم الشركات المصدرة في ماليزيا أكثر رغبة في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة فقط.

6) حققت صكوك المشاركة أعلى نسبة إصدار عام 2006، الأمر الذي أثر على باقي الإصدارات من الصكوك المختلفة الأخرى، وذلك على الرغم من أن هذه الصكوك قيد الدراسة والبحث المتعمق من قبل اللجنة الشرعية الاستشارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للنظر في مدى توافقها مع الشريعة الإسلامية.

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل بيان ماهية ووظائف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهم محاور الاختلاف بينه وبين سوق رأس المال التقليدي، كما تناول الفصل دراسة الإمكانيات المتوفرة لسوق رأس المال الإسلامي لتطوير الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا من خلال عرض أقسام ومكونات هذا السوق، وكذلك دور هيئة الأوراق المالية الماليزية الفاعل في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

وتم التطرق أيضاً إلى بيان ماهية الرقابة الشرعية التي تلعب دوراً بارزاً في تطوير الأدوات المالية في هذا السوق لاسيما دور اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية التي تعتبر لجنة الرقابة الشرعية العليا في قطاع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتم توضيح دور المستشارين الشرعيين المستقلين على وجه الخصوص في الأمور المتعلقة بالصكوك الإسلامية في ماليزيا، والإشارة إلى أن تركيز دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي ينحصر في اتجاهين أساسيين لتقديم الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل في ماليزيا و المقررة من اللجنة الاستشارية الشرعية و**هما**:

- دراسة الأدوات المالية التقليدية المتداولة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية
- تفعيل العمل بالأدوات المالية الإسلامية

وأخيراً ناقش هذا الفصل بالتحليل أهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، لاسيما صكوك البيع بالثمن الأجل والمرابحة وصكوك الاستصناع وصكوك الإجارة، وبنية كل نوع والأساس الذي يتم بناءً عليه إصدارها والتعامل فيها في السوق ومدى تكييفها في ميزان الشريعة الإسلامية.

الفصل الرابع
النتائج والتوصيات

الفصل الرابع
النتائج والتوصيات

المبحث الأول
النتائج

بعد عرض النظرية الشاملة لعمل سوق الأوراق المالية الإسلامية بأدواتها وعملياتها والضوابط التي تحكمها، ومقارنة هذه النظرية بالتطبيق العملي لسوق الأوراق المالية الإسلامية والمتمثل في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، خلص الباحث في هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج **التالية**:

1. قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية إلى متعاملي السوق من المؤسسات المالية، والشركات الخاصة، وجمهور المستثمرين المسلمين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع مبادئ و أحكام الشريعة الإسلامية. إلا أن هذا البديل ظل محصوراً في نافذة ضيقة للمعاملات الإسلامية في البورصة الماليزية للأوراق المالية التقليدية ولم يشكل بذاته بورصة مستقلة للأوراق المالية الإسلامية عن البورصة التقليدية.

2. بعض الأدوات المالية الجديدة والقابلة للتداول في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مثل صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة وصكوك الاستصناع لا تعتبر من الأدوات المالية الشرعية لأنها لا تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء. الأمر الذي يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية ويعزى ذلك إلى الاختلافات الفقهية بين المذاهب في تقييم مدى شرعية بعض المعاملات التي تتم في البورصة بين مبيح لها حسب حججه وأدلته، وبين محرم لتلك المعاملات.

3. إن إصدار وتداول صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة في التجربة الماليزية لا يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنه يقوم على أساس تطبيق بيع العينة، والذي أجمع الفقهاء على تحريمه، على الرغم من الحجج التي ساقتها اللجنة الشرعية الاستشارية بتبني وجهة نظر بعض الفقهاء في جواز بيع العينة تحقيقاً للمصلحة العامة، وللتغلب على نقص السيولة دون اللجوء إلى القروض الربوية من البنوك التقليدية وفقاً للقاعدة الفقهية "إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضرراً بارتكاب أخفهما" وذلك يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين

نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية، ويعزى ذلك إلى أن بنـاء نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية في الأساس قائم على فـروض وتـصورات خاطئـة لا تتوافق ولا تنسجم مع أرض الواقع.

4. إن إصدار وتداول صكوك الاستصناع في التجربة الماليزيـة لا يـتم وفقـاً لأحكـام الـشريعة الإسلامية ولا يقوم على أساس شرعي، لأنه يشتمل على بيع الدين والـذي حرمـه كثيـر مـن العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعاً، الأمر الذي يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية ويعزى ذلك الاختلاف إلى أن بناء نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية في الأساس قائم علـى فروض وتصورات خاطئة لا تتوافق ولا تنسجم مع أرض الواقع.

5. إن عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تتم وفقـاً للمعـايير الشرعية المعتمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية. وتم اعتمادها أيضاً من اللجنة الاستشارية الشرعية، وذلك يعزز رفض الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظريـة عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية والذي يعزى إلى عـدم الالتـزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل سوق رأس المال الإسلامي.

6. إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سوق يعمل وفق التشريعات والتعليمات الخاصـة بـه والتي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق التقليدي، وبالرغم من ذلـك إلا أن سـوق رأس المـال الإسلامي غير مستقل عن السوق التقليدية. فهو يعتمد على سوق رأس المال التقليدي في كثيـر من الأمور التي تتعارض مع الشريعة الإسلامية. وذلك بحكم خضوع كلاً من الـسوقين لرقابـة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية ووزارة المالية الماليزية، وهذا يعـزز قبـول الفرضـية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية ويعزى ذلك إلى التزام سوق رأس المال الإسلامي بالسياسات المالية والنقدية المتبعة في ماليزيـا والتي تصدر عن وزارة المالية الماليزية.

7. إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يختلف عن السوق التقليدي اختلافاً تاماً فـي جوانـب متعددة، وقد تطور هذا السوق جنباً إلى جنب مع السوق التقليدي. وتحاول الحكومـة الماليزيـة لاسيما وزارة المالية الماليزية تطوير سوق رأس المال الإسلامي ليصبح مركزاً دوليـاً لـسوق رأس المال الإسلامي العالمي. ويصبح هذا السوق بديلاً عن السوق التقليدي الحـالي ونموذجـاً للمستثمرين المسلمين، والوسطاء الماليين، والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع

أحكام الشريعة الإسلامية. ويعتبر دور هيئة الأوراق المالية في تطوير هذا السوق دوراً مهماً وحيوياً.

8. إن الرقابة الشرعية التي تمارس من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية. وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وتمثل المرجعية لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا.

9. إن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية أقرت المعايير والمؤشرات المحددة لقبول الأسهم الصادرة عن الشركات التي تعتبر أنشطتها الرئيسية مباحة ولكن أنشطتها الفرعية مختلطة بعناصر محرمة شرعاً، طالما كانت تقوم على معايير وضوابط أقرتها اللجنة وضوابط شرعية إضافية أقرب إلى منهج التشريع الإسلامي القائم على التيسير ورفع الحرج ويتماشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه منهج الإسلام لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين المحليين والأجانب في إيجاد فرص الاستثمار، وتوسيع نطاق هذه الفرص وفي ظل صعوبة تجنب كل العناصر المحرمة شرعاً في البيئة الاقتصادية المتقدمة في ماليزيا، حيث يدخل ذلك في إطار عموم البلوى، ذلك يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية والذي يعزى إلى التحديات و التطلعات المستقبلية والتي تفرض متطلبات للاستمرار والبقاء.

10. عملية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة في التجربة الماليزية، تتم بتطبيق تصكيك الدين النقدي، إذ أن عملية التصكيك هي لدين المرابحة المؤجل وهو غير جائز عند جمهور العلماء، وذلك لأن الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد هو نقود. إلا أن بعض آراء الفقهاء الماليزيين يعتبرون بأن الدين الذي ينتج من عملية التصكيك يستند إلى الأصول "الموجودات الأصلية"، ولذا هذا الدين يعد مالاً وليس نقوداً، وكأنها عملية تصكيك للدين السلعي، وهذا يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية و يعزى ذلك إلى الاختلافات الفقهية بين المذاهب في تحديد شرعية بعض المعاملات التي تتم في البورصة بين مبيح لها حسب حججه و أدلته وبين محرم لتلك المعاملات.

11. الاعتراف الدولي ببعض الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال بورصة لابوان المالية العالمية مثل الصكوك الدولية الماليزية، والتي أصدرتها وفق مبدأ الإجارة. والتي لاقت إقبالاً كبيراً. ذلك يعزز رفض الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية والذي يعزى إلى عدم الالتزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل سوق رأس المال الإسلامي.

12. إن التجربة الماليزية في إصدار الأدوات المالية الإسلامية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا على أساس البيع بالثمن الآجل، والمرابحة، والاستصناع و التي لم يقرها مجمع الفقه الإسلامي كونها صورة لبيع العينة المحرم شرعاً، إذ أن معظم العلماء السابقين والمعاصرين على المستوى العالمي لم يجيزوا بيع العينة وبيع الدين اللذين يطبقان في بنية الصكوك الإسلامية في ماليزيا. الأمر الذي يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية والذي يعزى إلى أن بناء نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية في الأساس قائم على فروض وتصورات خاطئة لا تتوافق ولا تنسجم مع أرض الواقع.

13. أن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضاً بالرقابة الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية تلعب دوراً عظيماً في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتضطلع بالأعباء الكبيرة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالأدوات المالية الشرعية أو تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية في معاملات السوق، وعلى الرغم من الدور الهام الذي تقوم به اللجنة الاستشارية الشرعية كجهة رقابية على معاملات وأنشطة السوق والتي استطاعت من خلاله أن تحقق النجاح في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلا أن هذا الدور لم يصل إلى مرحلة استحداث أدوات مالية إسلامية خاصة وانحصر هذا الدور في دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وتكييفها وفقاً لأحكام الشريعة وتفعيل الأدوات المالية الشرعية، الأمر الذي يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية والذي يعزى إلى وجود العراقيل والعقبات التي تحول دون تنفيذ نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية على أرض الواقع.

14. نسبة أسهم الشركات الخاصة والمتوافق نشاطها مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية تفوق نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة خلال الفترة السابقة (2001-2006م)، وهذه النسبة تزايدت باتجاه تصاعدي من 78% في السنة 2001 إلى 86% في السنة

2006، وإن ارتفاع هذه النسبة كل سنة يدلل على ارتفـــاع مـــستوى التوعيـــة بـــين الـــشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعاً في كافة عملياتها. وهذا يؤدي إلى تعزيز مستوى ثقة المستثمرين المسلمين بالاستثمار في الأدوات المالية الإسلامية

15. إن تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا تعد تجربة هامة على طريق بناء وتطـــوير التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية والصناعة المالية الإسلامية، إلا أنها بحاجـــة لمزيـــد من التطوير لتصبح موافقة للشريعة، مع التأكيد على دور الرقابة الشرعية لضمان سلامتها مـــن المخالفات الشرعية.

المبحث الثاني

التوصيات

وبناء على هذه النتائج توصل الباحث إلى مجموعة من التوصيات من أهمها:

1. ضرورة إنشاء بورصات أوراق مالية محلية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية كخطوة أولية نحو إقامة بورصات أوراق مالية عالمية من خلال التأصيل الفقهي وإعداد وتهيئة الكوادر والخبراء في هذا المجال، والتطرق إلى العوائق والعقبات التي تعترض طريق إنشائها، وتحليل البدائل الشرعية بصورة مفصلة وخاصة آلية تطبيقها.

2. إعادة النظر والبحث المتعمق من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية في بعض إصدارات الصكوك مثل صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة، وصكوك الاستصناع والتي يطبق فيها بيع العينة وبيع الدين. للتأكد من أن كافة الصكوك الإسلامية الماليزية قابلة للتداول على المستوى العالمي لاسيما في سوق الشرق الأوسط.

3. ضرورة استقلال البورصة الإسلامية للأوراق المالية عن البورصة التقليدية الحالية لضمان التزام أنشطتها بأحكام الشريعة الإسلامية الغراء بشكل خاص.

4. ضرورة التعاون بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والحكومة الماليزية ومشاركي السوق لضمان تحقيق أهداف الخطة الرئيسية لسوق رأس المال، لاسيما الهدف المتعلق بجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.

5. ضرورة التعاون بين هيئة الأوراق المالية الماليزية وهيئات الأوراق المالية في الدول الأخرى لاسيما في دول الشرق الأوسط لضمان تطوير سوق رأس المال الإسلامي وتدعيمه على المستوى العالمي في المستقبل.

6. توصي الدراسة العلماء والباحثين في الصناعة المالية الإسلامية أن يعملوا على تطوير أدوات مالية إسلامية وذلك باستحداث أدوات مالية جديدة خاصة ولا يكتفوا بتكييف الأدوات المالية التقليدية في ميزان الشريعة الإسلامية، لجذب أكثر المستثمرين للمشاركة في الصناعة المالية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي.

7. للابتعاد عن ممارسة بيع العينة في إصدار الصكوك الإسلامية، توصي الدراسة اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية أن تعمق الدراسة

والبحث، وتحاول إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة بمفهوم مختلف عن تطبيقها الحالي، وذلك بالرجوع إلى المعايير الشرعية لهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.

8. يوصي الباحث إجراء الدراسات والبحوث في مجال المعاملات المعاصرة والأسواق المالية العالمية وتقييمها من الناحية الشرعية للاستفادة منها مما يوافق الشرع ولتعديل ما يمكن تعديله من معاملات أو إيجاد بدائل شرعية لها لتعميق الوعي بالأدوات الشرعية في الأسواق المالية. وكذلك توجيه الدارسين للعلوم الاقتصادية الإلمام بدراسة المعاملات في الفقه الإسلامي لوضع منهج نظري عملي متكامل للاستثمار في الأسواق المالية.

وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم أجمعين،
وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المصادر:

1) القرآن الكريم.

2) ابن تيمية، أحمد عبد الحليم، **<u>مجموع فتاوى</u>**، بيروت– لبنان، دار العربية، الجزء 29، الطبعة الأولى، 1978م.

3) ابن عابدين، محمد أمين بن عمرو بن عبد العزيز، **<u>حاشية رد المحتار شرح تنوير الأبصار</u>**، بيروت – لبنان، دار الفكر، الجزء الخامس، الطبعة الثانية، 1979م.

4) ابن قدامة، أبو محمد عبد الله بن أحمد، **<u>المغني مع الشرح الكبير</u>**، الرياض– المملكة السعودية العربية، مكتبة الرياض الحديثة، الجزء الرابع، 1998م.

5) ابن نجيم، زين الدين إبراهيم محمد بن عابدين، **<u>الأشباه والنظائر على مذهب أبي حنيفة النعمان</u>**، بيروت – لبنان، دار الكتب العلمية، 1985م.

6) ابن الهمام، كمال الدين محمد بن عبد الواحد، **<u>شرح فتح القدير</u>**، بيروت- لبنان، دار الفكر، الجزء السادس، الطبعة الثانية، 1977م.

7) النووي، يحي شرف الدين، **<u>المجموع شرح المهذب</u>**، حققه وعلق عليه، محمد نجيب المطيعي، بيروت – لبنان، دار إحياء التراث العربي، الجزء العاشر، 1995م.

ثانياً: المراجع العربية:

1 – الكتب:

1) إبراهيم، إبراهيم، والحمداني، شيرين، "**<u>مؤسسات مالية متخصصة</u>**"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى،1990م.

2) بتال، أحمد حسين، "**<u>محاضرات في الأسواق المالية</u>**"،(نسخة الكترونية)، كلية المعارف الجامعية، 2004م.

3) البرواري، شعبان محمد إسلام، "**<u>بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية</u>**"، دمشق – سورية، دار الفكر، الطبعة الأولى، 2002م.

4) بني هاني، حسين، "**الأسواق المالية : طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة**"، عمان– الأردن، دار الكندي، الطبعة الأولى، 2002م.

5) التميمي، أرشيد، وسلام، أسامة عزمي، "**الاستثمار بالأوراق المالية**"، دار المسيرة للنشر، عمان الطبعة الأولى، 2004م.

6) الجمل، جمال جويدان، "**دراسات في الأسواق المالية والنقدية**"، عمان- الأردن، دار صفاء، الطبعة الأولى ، 2002م.

7) حبش، محمد محمود، "**الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة: تطبيقات عملية**"، الطبعة الأولى، بنك الأردن المحدود، عمان، 1998م.

8) حمود، سامي حسن،" **الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة** "، البنك الإسلامي للتنمية، جدة – المملكة العربية السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، (نسخة الكترونية)، 1998م.

9) حماد، طارق عبد العال،" **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية** "، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2000 م.

10) الحناوي، محمد صالح، "**أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**"، الدار الجامعة ،الإسكندرية، طبعة ثانية،1997م.

11) ـــــــــــــــ ، والعبد، جلال إبراهيم، "**الإدارة المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية ،2002م.

12) حنفي ، عبد الغفار، " **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية** "، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2002م.

13) ـــــــــــــــ،" **بورصة الأوراق المالية:أسهم- سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات**"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية،2003م.

14)خريوش، حسني علي، وآخرون،" **الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق** "، عمان– الأردن، الشركة الدولية للتجهيزات والخدمات الهندسية والمكتبية، 1996م.

15)ــــــــــــــ ،عبد المعطي أرشيد ،" **الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات**" ،دار زهران ،الأردن ، 1998م.

16)ــــــــــــــ ،" **الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق** "، دار زهران، عمان، 1999م.

17)خلف، فليح حسن،" **الأسواق المالية والنقدية**"، الطبعة الأولى، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، 2006م.

18)الخليل، أحمد بن محمد، " **الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي**"، المملكة العربية السعودية، دار ابن الجوزي، الطبعة الثانية، 2005م.

19) رضوان، سمير عبد الحميد، " **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية**"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996 م .

20) الزبيدي، حمزة محمود،" **الاستثمار في الأوراق المالية** "، عمان - الأردن، مؤسسة الوراق، الطبعة الأولى، 2001م.

21) الزحيلي، وهبة،" **المعاملات المالية المعاصرة** "، دمشق – سورية، دار الفكر، الطبعة الأولى، 2002م.

22) ــــــــــــــ ،" **الفقه الإسلامي وأدلته** "، دمشق – سورية، دار الفكر، الجزء الرابع ، الطبعة الثامنة، 2005م.

23) زعرب، حمدي شحدة ،" **محاضرات في الأسواق المالية** "، الجامعة الإسلامية ، غزة، فلسطين ، 2006م.

24) زيدان، عبد الكريم،" **الوجيز في أصول الفقه** "، بيروت – لبنان، مؤسسة الرسالة، الطبعة السابعة، 2001م.

25) ــــــــــــــ ، **المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي**، عمان – الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، 2001م.

26) السالوس، علي أحمد،" **المعاملات المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي**" ، الكويت – مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع ، الطبعة الثاني، 1996م.

27) العربيد، عصام فهد،" **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**"، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002م.

28) فياض، عطية، "**سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي**"، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998

29) قرياقص، رسمية،" **أسواق المال** "، الإسكندرية- مصر، الدار الجامعية، 1999م.

30) كاكومولا، و هوشيار معروف ،" **الاستثمارات و الأسواق المالية** "، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ،2003م.

31) كراجة، عبد الحليم، وآخرون،" **الإدارة والتحليل المالي: أسس،مفاهيم،تطبيقات**" الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، عمان،2002م.

32) الميداني، محمد أيمن عزت، " **تطوير أسواق رأس المال في سوريا** "، دمشق – سوريا، (نسخة الكترونية)، 2002م.

33) معروف، هوشيار، **الاستثمارات والأسواق المالية**، عمان - الأردن، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2003م.

34) المنذري، سليمان ،" **الأسواق العربية لرأس المال** "، دار الرازي، بيروت، طبعة أولي ،1987م.

35) النجار، فريد ،" **البورصات والهندسة المالية** "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، 1999م.

36) النشار، محمد عبد الفتاح، "**الأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي**"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2006م.

37) هارون، محمد صبري، "**أحكام السوق المالية: الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع و التصرف بها في الفقه الإسلامي**، دار النفائس للطباعة و النشر و التوزيع، عمان. 1999م.

38) هندي، منير إبراهيم،" **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**"، البحرين، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، 1993م.

39) هندي، منير إبراهيم ،" **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ،2003م.

40) ـــــــــــــ ،" **الأسواق الحاضرة، والمستقبلة: أسواق الأوراق المالية، والأسواق الاختيار، والأسواق العقود المستقبلة** "، سلسلة الأوراق المالية (2)، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1996م.

41) ـــــــــــــ ،" **الأوراق المالية وأسواق رأس المال** "، منشأة المعارف ،الإسكندرية 1997،2002م.

42) ـــــــــــــ ،" **الفكر الحديث في مجال الاستثمار** "،منشأة المعارف ،الإسكندرية ،1996م.

43) ـــــــــــــ ،" **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999م .

44) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،" **المعايير الشرعية**"، المنامة – البحرين، (نسخة الكترونية)، 2002م .

2 – المجلات والدوريات:

1) أحمد، محيي الدين،" **أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي**"، جدة، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، (نسخة الكترونية)، 1990م.

2) الزحيلي، وهبة، " **السوق المالية** "، مجلة مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية ، العدد السادس، الجزء الثاني، 1990م.

3) الشريف، محمد عبد الغفار، " **أحكام السوق المالية** " ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية ، العدد السادس، الجزء الثاني، 1990م.

4) عبد الكريم ،نصر،" **تأسيس سوق فلسطيني للأوراق المالية محددات و آفاق** " ، مجلة شئون تنموية، المجلد الخامس، العدد الأول ،2001م.

5) غرابيه، هشام ، وخوري، رتاب ،" **الأسواق المالية في الدول النامية :تطوراتها وأهميتها** "، مجلة أبحاث اليرموك ،الأردن ،مجلد 15 عدد 3 ،1994.

6) صالح الفرفور، محمد عبد اللطيف،" **الأسواق المالية وأحكامها الفقهية في عصرنا الحاضر**"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السادسة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، الجزء الثاني، 1990م.

7) القرة داغي، علي،" **الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي**"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، 1992م.

8) القري، محمد علي،" **نحو سوق مالية إسلامية**"، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، مجلد 1، عدد 1، 1993.

9) ــــــــــــــ ،" **الأسواق المالية**"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، 1990م.

10) نصيف ، نبيل عبد الإله ،" **الأسواق المالية من منظور نظام الاقتصاد الإسلامي**"، مجمع الفقه الإسلامي ،عمان ،1995م.

3 – الندوات والمؤتمرات:

1) أحمد، الشيخ عزمي،" **التقرير من اللجنة الشريعة لدراسة الأدوات المالية الإسلامية**"، مؤتمر سوق رأس المال الإسلامي الدولي، بكوالالمبور، ماليزيا، (نسخة الكترونية)، 1996م.

2) حسان، حسين حامد،" **صكوك الاستثمار**"، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة – البحرين، (نسخة الكترونية)، 2003م.

3) حطاب، كمال توفيق،" **نحو سوق مالية إسلامية**"، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى. (نسخة الكترونية)، 2005م.

4) زعرب ، حمدي شحدة،" **اختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني**" المؤتمر العلمي الأول ،كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين،2005م .

5) الزهار، خالد محمود، وعبده ، رامي صالح، "**نحو أسواق مالية إسلامية**" المؤتمر العلمي الأول ،كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين،2005م .

4 – الرسائل والأطروحات الجامعية:

1) إقبال، خورشيد، "**سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية**"، ،أطروحة دكتوراه،(نسخة الكترونية)،2005م.

2) جعفر، نورليا،" **سوق المشتقات الماليزية تقدير اقتصادي و شرعي** "، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد الإسلامي،(نسخة الكترونية)، 2006م.

3) جعفر، سحاسورياني،" **سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا و دور الرقابة الشرعية في معاملاته**"، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، الاقتصاد الإسلامي، (نسخة الكترونية)، 2006م.

4) صالحة ،هاني نصار،" **شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية**"، رسالة ماجستير ، الجامعة الإسلامية ،غزة ، فلسطين ،2007م.

5) الفالوجي، محمد يوسف ،" **اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف**"، رسالة ماجستير ،الجامعة الإسلامية ،غزة ، فلسطين ،2007م.

6) المزيني،عماد الدين محمد،" **سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها و آفاقها**"، رسالة ماجستير ، القاهرة،2002م.

7) نصار، خالد محمد،" **آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية**"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006م.

8) الاسلامبولي، أحمد خليل، "**الجوانب الشرعية والاقتصادية للأوراق المالية المتداولة في أسواق المال مع التطبيق على مصر** "(نسخة الكترونية)،1999م.

ثالثاً: المراجع الأجنبية:

1. Books

1) Badger .E. Ralph , Torgerson .w . Harold, Guthmann. G. harry, " **investwent principls and practices**" 6th edition, Prentichall, 1969.

2) Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, "**Financial Management Theory & Practice** " 11th edition, South western, USA, 2005

3) Cooper. S. Kerry, Fraser. R. Donald. "**The financial marketplace "**, Third edition, , Libracy of cougress, 1990.

4) Delkoui .A, "**Accounting Theory**", Harcaurt Brace Javamorich. INC, NewYork , 1981.

2. Conference and Seminar Papers

1) **Islamic Bonds : Concepts and Practices**, Capital Market Workshop Series, Islamic Capital Market, 23-24 July 2003.

2) **The Issues and Prospects of Establishing a Sound Islamic Capital Market, Lanuan International Summit on Islamic Financial and Investment Instruments**, Financial Park Complex, Labuan, 16-18 June 1997

3) **Development of Capital Market Under Islamic Principles**, conference on Managing & Implementing Interest-Free Banking/Islamic Financial System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25-26 1994.

4) **Islamic Debt Securities/Bonds**, Workshop on Islamic Bonds, Sukuk and Securitization, at Istana Hotel Kuala Lumpur, Malaysia, on 29 -30 June 2005.

5) **The Roles of Shariah Supervisory Council and Shariah Decision Making Process,** Seminar on Shariah and Legal Aspects of Islamic Banking Practice, BIRT Training Centre, Wisma Bandar, Kuala Lumpur, 19 -20 May 1997.

4. Journals and Articles :

1) **Capital Market Development in Malaysia : History and Perspectives**, Securities Commission, Kuala Lumpur, Malaysia.

2) **Capital Market Masterplan Malaysia - Executive Summary**, Malaysian Securities Commission, February 2001.

3) **Development and Regulation of the Islamic Capital Market : Issues and Challenges,** The quarterly Bulletin of the Securities Industry Development Centre (SIDC), August 2004.

4) **Growth of The Islamic Capital Market**, The Quarterly Bulletin of The Securities Industry Development Centre (SIDC) Securities Commission, November 2004.

5) **Information on Islamic Capital Market in Malaysia**, Securities Commission of Malayisa, June 2004.

6) **Islamic Capital Market in Malaysia,** Securities Commission of Malaysia, 2004.

7) **Islamic Private Debt Securities : Issue & Challenges**, March 2002, Rating Agency Malaysia Berhad.

8) **Malaysian Capital Market: Current Situation and Prospects**, in Bank Negara Malaysia (BNM), Central Banking in an Era of Change, Landmark Speeches, BNM, Kuala Lumpur, Malaysia 1989.

5. Pamphlets :

1) Broacher **"Become an Educated Investor : Read The Prospectus",** Securities Commission of Malaysia.

2) Pamphlet **"Bond Basics",** Securities Industry Development Centre (SIDC), Securities Commission, Kuala Lumpur, Malaysia, 2001.

3) Pamphlet: **Development in the Malaysian Islamic Capital market**, Securities Commission, 2005.

4) Pamphlet: **Understanding the Islamic Capital market Concept**, Securities Industry Development Centre (SIDC), Securities Commission of Malaysia, 2004

5) Pamphlet; **The Malaysian Islamic Capital Market**, Securities Industry Development Centre (SIDC), Securities Commission of Malaysia, 2004.

6) Pamphlet; **Understanding Call Warrants**, Securities Commission of Malaysia.

7) Pamphlet: **List of Shariah- Compliant Securities by the Shariah Advisory Council of the Securities Commission**, Securities Commission of Malaysia, 28 October 2005.

8) Pamphlet: **Malaysian Equities, Module 6:Stock Market and Securities Law,** Examination Study Guide, Securities Industry Development Centre (SIDC), Securities Commission, Kuala Lumpur, Malaysia, Second Edition, 2000.

9) Pamphlet: **Malaysian Futures and Options, Module1:Regulations,** Examination Study Guide, Securities Industry Development Centre (SIDC),Securities Commission of Malaysia, 1999, Revised 2004.

10) Pamphlet: **Malaysian Futures and Options, Module 2 : Futures**, Examination Study guide, Securities Industry Development Centre (SIDC),Securities Commission of Malaysia, Revised 2005.

11) Pamphlet: **Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council**, Securities Commission of Malaysia, second print, October 2003

6. Guidelines:

1) **Guidelines on The Offering of Islamic Securities**, Securities Commission of Malaysia, 26 July 2004.

2) **Guidelines On the Offering of Private Debt Securities**, Securities Commission of Malaysia, Revised Edition 26 July 2004.

7.Reports:

1) Bank Negara Malaysia Annual Report 1993
2) Bank Negara Malaysia Annual Report 1995.
3) Bank Negara Malaysia Annual Report 2003.
4) Bank Negara Malaysia Annual Report 2004.
5) Securities Commission Annual Report 2001
6) Securities Commission Annual Report 2002
7) Securities Commission Annual Report 2003
8) Securities Commission Annual Report 2004.
9) Securities Commission Annual Report 2005.

8. Websites:

1) **http://www.klse.com.my**
2) **http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia**
3) **http://www.isegs.com**

4) **http://asianbondsonline.adb.org**

5) **http://rmbond.bnm.my/wwwbis/fbdevelop.html**

6) **http://www.min.com.my/html/penerbitan.html**

7) **http://www.mdex.com.my**

8) **http://www.bnm.gov.my**

9) **http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pdf**

10) **http://www.sc.com.my**

11) **http://fatwa.saaid.net**

12) **http://www.iimm.bnm.gov.my/index.php**

13) **http://www.islamic-finance.net/journals/journal2/art1.pdf**

14) **http://www.bernama.com/events/idb/newsarab.php**

15) **http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2005/research.htm**

16) **http://lfxsys.lfx.com.my/index.asp**

17) **http://www.lofsa.gov.my/lofsa5/index.htm**